

LA POLITIQUE
DES
PLACEMENTS A LONG TERME
EN FRANCE ET A L'ETRANGER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 8 Juin 1932, à 14 heures

PAR

Francis MURAT

Lauréat de la Faculté de Droit d'Alger

Diplômé de l'École Libre des Sciences Politiques

MEMBRES DU JURY :

Président : M. AFTALION

Suffragants: { M. TRUCHY
M. ALLIX } *Professeurs.*

— PARIS —

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & Cie, ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT, 14 (V°)

— 1932 —



Digitized by the Internet Archive
in 2026



THESE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LA POLITIQUE
DES
PLACEMENTS A LONG TERME
EN FRANCE ET A L'ETRANGER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 8 Juin 1932, à 14 heures

PAR

Francis MURAT

Lauréat de la Faculté de Droit d'Alger

Diplômé de l'École Libre des Sciences Politiques

MEMBRES DU JURY :

Président : M. AFTALION

Suffragants: { M. TRUCHY
M. ALLIX } *Professeurs.*

— PARIS —

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & Cie, ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT, 14 (V^e)

— 1932 —



INTRODUCTION

Conçue et élaborée sous le signe de la crise, c'est à la gravité des événements actuels que la présente étude doit son origine et sa justification.

Pour avoir subi dans divers pays de profondes transformations, l'orientation des placements à long terme a contribué en effet à provoquer ou aggraver les perturbations de l'économie mondiale depuis la guerre.

On conçoit l'ampleur de leur influence si l'on songe que les investissements de caractère durable ne font pas que répondre aux intérêts financiers privés du capitaliste, mais empruntent à leur caractère productif une portée économique qui, ne jouant pas seulement dans le cadre national, est à l'origine de relations étroites et régulières entre les peuples.

C'est par conséquent en considération des liens qui unissent dans tous les pays la politique financière à la situation économique générale, que nous nous sommes proposé d'étudier les tendances qui se sont manifestées dans l'orientation de l'épargne.

Cette première observation permet de préciser à la fois le but et les limites de ce travail.

En retraçant l'évolution des mouvements de capitaux à long terme dans plusieurs pays, il était en effet possible de déceler les modifications qu'ils ont subies du fait des circonstances économiques contemporaines, ainsi que les répercussions importantes qu'ont pu provoquer à leur tour de telles transformations.

Les placements à long terme apparaissaient avant le conflit, répondant alors à un développement normal de la production et des échanges, et encouragés d'autre part par un sentiment général de sécurité, comme les facteurs d'un équilibre relatif dans les relations économiques et financières des peuples. Leur influence favorable se manifestait dans les rapports qui unissaient normalement et régulièrement les pays d'épargne et les pays d'entreprise ou en voie d'aménagement et de développement économique.

Les disponibilités abondantes, accumulées dans les premiers, après avoir amplement satisfait aux besoins intérieurs, trouvaient une destination naturelle dans des placements à long terme à l'étranger, contribuant à l'extension et au perfectionnement des moyens de production ou à la mise en œuvre de richesses encore inexploitées.

Le caractère durable des investissements ainsi réalisés répondait parfaitement aux intérêts inverses mis en présence. Il était indispensable à la réalisation, en toute sécurité, dans les Etats débiteurs, d'une entreprise de longue haleine. Les nations créancières d'autre part, associées de la sorte à la prospérité immédiate ou éven-

tuelle des pays emprunteurs, tiraient de leur politique financière le maximum de profits.

Ces mouvements réguliers de capitaux étaient ainsi susceptibles d'augmenter ou préparer l'expansion économique des pays jeunes, en même temps qu'ils permettaient aux nations plus anciennes, de solder les déficits généralement importants de leur balance commerciale et de vivre par suite grâce aux revenus d'une fortune extérieure antérieurement acquise.

La guerre, en même temps qu'elle a bouleversé l'économie de nombreux pays, devait atténuer ces distinctions traditionnelles et, modifiant ensuite l'ampleur ou l'orientation des placements de capitaux à long terme, supprimer des facteurs certains d'équilibre.

Ses conséquences immédiates se sont traduites par l'évolution et la transformation rapide de pays jeunes, ainsi que par la regression des nations européennes qui avaient acquis autrefois une situation largement créancière.

Jusqu'à la guerre encore, le remarquable développement industriel des Etats-Unis, avait été tributaire de l'étranger. A la veille du conflit, l'équilibre de la balance des comptes était à peine atteint. Mais la période des hostilités devait précipiter une transformation naissante et faire des Etats-Unis les créanciers du monde.

La France, l'Allemagne et l'Angleterre devenaient parallèlement les débiteurs de cette nouvelle puissance capitaliste.

Mais alors qu'après des années d'efforts on pouvait espérer une restauration définitive, les répercussions

économiques et politiques plus lointaines du conflit ont compromis la valeur et le succès des politiques financières qui tendaient à redonner aux placements à long terme leur ampleur et leur orientation traditionnelles. On a pu apprécier par contre, toute l'opportunité, au cours des récents désastres financiers, de l'attitude d'expectative qu'avaient parallèlement observé, sous la pression des événements extérieurs, des nations plus prudentes. C'est ainsi qu'à la politique des placements à l'étranger d'autrefois, s'est substituée en France une tendance à la thésaurisation et à l'immobilisation intérieure de l'épargne.

Imposée par les nécessités présentes, cette réserve ne doit pas prendre toutefois un caractère définitif. Son maintien, lorsqu'auront disparu les perturbations économiques et surtout politiques de l'heure présente, risquerait de prolonger les difficultés internationales dont elle est issue et de retarder le rétablissement de l'équilibre économique traditionnel du pays.

Aussi la France devra-t-elle songer, dans un avenir peut-être prochain, à redonner à ses disponibilités d'épargne des destinations productives et à s'inspirer à cet effet, tout en évitant leurs exagérations, de certaines politiques étrangères. C'est pourquoi nous avons tenu à étudier également, à titre d'exemple, les tendances financières significatives de ces dernières années.

Le caractère à la fois évolutif et comparatif de notre travail déterminait dès lors les limites qu'il fallait lui imposer.

Notre but essentiel a été de dégager des tendances

générales, des politiques, et non pas de dresser un bilan rigoureusement précis des modes de placements à long terme effectués dans les divers pays. Nous avons donc borné nos recherches aux mouvements d'émission des valeurs mobilières, qui demeurent d'ailleurs le procédé essentiel d'investissements à long terme. Nous étions d'autant plus incité à le faire que le marché des émissions est, beaucoup plus que les autres modes de placements, soumis à l'influence des circonstances économiques générales.

Nous avons négligé, par ailleurs de faire état des quelques erreurs qui se glissent inévitablement dans les statistiques officielles et dont les plus importantes tiennent au fait que les emprunts de conversion ne sont pas toujours séparés des émissions nouvelles. Ces confusions donnent sans doute un caractère quelque peu approximatif aux chiffres recueillis, mais ces indications paraissent, malgré tout, traduire suffisamment l'évolution générale des placements à long terme dans les différents pays envisagés, ainsi que les politiques bien caractéristiques respectivement adoptées par ces derniers.

Ce sont à cet égard les tendances qui se sont manifestées en Angleterre et en Allemagne, qui nous ont paru devoir précéder utilement l'étude du marché français des capitaux à long terme. Les destinations que les capitaux ont reçues dans ces deux pays, représentent en effet les deux méthodes typiques d'orientation productive dont la France pourrait, dans des mesures très inégales d'ailleurs, utilement s'inspirer. Devant par conséquent précéder et préparer l'étude critique de l'orientation de

l'épargne dans notre pays, l'examen de ces politiques étrangères méritait nos premiers développements. Dès lors était tout indiqué le plan fort simple de cet ouvrage.

Une première partie est en effet réservée à l'étude des politiques étrangères : expansion financière britannique et investissements industriels de l'Allemagne, alors qu'une seconde partie est consacrée à l'évolution de la politique de placements à long terme en France, ainsi qu'aux améliorations dont cette dernière est susceptible.

PREMIÈRE PARTIE

LES EXEMPLES ETRANGERS

TITRE PREMIER

L'expansion financière britannique

CHAPITRE PREMIER

Le rôle international du marché financier britannique avant la guerre

Si sa politique traditionnelle de large expansion a fait de l'Angleterre la première nation maritime et coloniale du monde, elle lui a donné aussi une prépondérance financière incontestable.

La suprématie de la place de Londres sur le marché des capitaux à court terme n'eût laissé, avant la guerre, aucun doute ; elle s'affirmait tant par l'abondance des disponibilités, la rapidité, la commodité et la multiplicité des transactions, que par un taux d'intérêt exceptionnellement avantageux, et ce dernier caractère ne pouvait être, par ailleurs, que très favorable à la prospérité du marché des émissions à long terme. Malgré

une prééminence de plus en plus menacée dans ce dernier domaine, le Royaume-Uni n'en détenait pas moins, à la veille du conflit mondial, la fortune mobilière la plus considérable. Son portefeuille de valeurs était évalué, à la fin de 1910, à 142 milliards de francs et en 1914 à 150 milliards environ (1). Celui des Etats-Unis, lesquels prenaient déjà le second rang parmi les grands pays capitalistes, n'était estimé qu'à 132 milliards de francs.

Mais bien plus que cette supériorité numérique, les statistiques traduisent surtout le remarquable rayonnement international des capitaux anglais, particulièrement au cours des dernières années de paix. Aussi doit-on consacrer, si l'on veut souligner la caractéristique dominante de l'époque, le principal de cet exposé rétrospectif à cette remarquable expansion, en envisageant successivement l'importance numérique, la répartition géographique des placements d'outre-mer, ainsi que leur influence favorable sur les relations économiques extérieures du pays.

D'après les travaux de M. Georges Paish (2), le montant des avoirs extérieurs de la Grande-Bretagne s'élevait en 1910 à 3 milliards 200 millions de livres sterling. Mais une partie notable des placements effectués à l'étranger avait échappé à ces investigations : tels les placements en fonds d'Etats étrangers par les sociétés

(1) V. Neymark, « Rapport sur la statistique internationale des valeurs mobilières ». La Haye, 1911, p. 111 et s.

(2) *Même référence.*

d'assurance, les emprunts communaux de même nature, les placements en immeubles, en hypothèques, enfin, les capitaux directement investis dans des entreprises britanniques exerçant leur activité hors du territoire national. Aussi, pour répondre à une vérité plus approchante, ne faut-il pas hésiter à avancer le chiffre plus éloquent de 4 milliards de livres sterling, soit 100 milliards de francs.

Le tableau des émissions annuelles que nous empruntons au rapport de M. Neymark sur la statistique internationale des valeurs mobilières (1) et au journal *The Statist*, révèle l'orientation de plus en plus marquée, depuis le début du siècle, de l'épargne anglaise vers les placements outre-mer. Il faut, à cet effet, confronter les indications relatives aux investissements à l'étranger ou aux colonies et, d'autre part, celles qui ont trait aux placements intérieurs. Le contraste des chiffres en faveur des premiers est alors particulièrement significatif. En 1903, sur un total de 108.463.000 livres sterling, correspondant à l'ensemble des émissions de l'année sur le marché de Londres, les placements extérieurs représentaient déjà 53.690.800 livres sterling. A la fin de 1913, ils étaient estimés à 197.527.000 livres sterling sur 248.236.000 livres sterling.

Le tableau ci-dessous permet de suivre les détails de cette étonnante progression.

(1) *Op. cit.*, p. 109.

Années	Placements Intérieurs En £	Placements Extérieurs En £	Total En £
1903	54.773.000	53.690.000	108.463.000
1904	64.847.000	58.171.200	123.619.000
1905	69.403.200	48.154.700	122.173.000
1906			
1910	60.296.500	187.143.600	247.440.000
1911	32.244.000	163.972.000	196.216.000
1912	51.294.000	160.042.000	211.327.000
1913	50.709.000	197.527.000	248.236.000

Emissions sur le marché de Londres avant la Guerre.

Les placements extérieurs, sauf en 1906, se sont régulièrement accrus, au point de dépasser au cours des trois années immédiatement antérieures à la guerre, la proportion considérable de 75 % de l'ensemble des émissions.

Si après ce premier aperçu, on passe à une étude de statistique comparée, on constate la supériorité du marché financier britannique quant à l'importance des investissements internationaux. L'Angleterre était, incontestablement, avant les événements de 1914, le premier des pays créanciers dans le monde. Il faut tout de suite écarter de ce parallèle la place de New-York qui, malgré un développement croissant, n'a été ouverte aux emprunts étrangers qu'en 1915, et se trouvait être antérieurement, au contraire, un des gros débiteurs de la Cité.

A Berlin, pour des raisons que nous retrouverons plus loin, les émissions de valeurs étrangères ne jouaient

parallèlement qu'un rôle secondaire. Ainsi, en 1911, leur montant est à peu près de 460 millions de marks (1), soit un peu plus de 500 millions de francs germinal. Ils sont à Londres, la même année, nous l'avons vu, de 163.972.000 livres sterling, soit plus de 4 milliards de francs. En 1912, l'écart est encore plus grand : 270 millions de marks d'un côté ou 300 millions de francs et 160.042.000 livres sterling de l'autre ou 4 milliards de francs.

C'est certainement l'activité de la place de Paris qui opposait, sur le marché des prêts internationaux, la rivalité la plus sérieuse à l'expansion financière britannique. Mais cependant, malgré leur grand succès dans notre pays, les placements extérieurs restaient, dans l'ensemble, moins considérables en France qu'en Angleterre.

En 1911, ils atteignent à Paris 3 milliards 882 millions de francs et à Londres 163.972.000 livres sterling, soit un peu plus de 4 milliards de francs (2).

A la fin de 1912, les chiffres respectifs sont : 3 milliards 81 millions de francs et 160 millions 42 mille livres sterling ou 4 milliards de francs. L'année 1913 révèle un déclin plus net encore des émissions de valeurs étrangères en France. Les placements extérieurs s'élèvent à Paris à 2 milliards 758 millions de francs alors qu'ils atteignent à Londres 197 millions 527 mille livres

(1) V. Neymark, « Rapport sur la statistique internationale des valeurs mobilières ». La Haye, 1911, p. 31.

(2) V. *Europe Nouvelle*, numéro du 11 janvier 1930 : La réorganisation du marché de Paris, p. 79.

sterling, soit près de 5 milliards de francs. La supériorité numérique revient donc certainement au marché financier britannique qui, bon an mal an, exportait plus de 4 milliards de francs, alors que l'épargne annuelle s'élevait en moyenne à 20 milliards de francs.

Mais il faut tenir compte du fait que les placements extérieurs ainsi évalués, comprenaient les fonds investis aux Dominions et aux colonies du Royaume-Uni. Or ceux-ci accusaient, déjà avant la guerre, une importance considérable. Les statistiques fournissent à cet égard, les précisions suivantes (1) :

Année	Valeurs coloniales En £	Valeurs étrangères En £
1910	92.378.100	114.765.500
1911	60.932.000	103.040.000
1912	64.407.000	95.635.000
1913	99.569.000	97.918.000

Les émissions coloniales ont donc constamment progressé au point de dépasser en 1913, les placements à l'étranger. Jusqu'alors ceux-ci avaient légèrement dominé sur la place de Londres.

Les capitaux, ainsi partagés entre l'Empire Britannique et les autres nations, avaient reçu des destinations fort diverses, mais que l'on peut, d'après les approximations recueillies et en considération des événements qui allaient suivre, estimer pour la plupart, particulièrement

(1) V. Neymark, *op. cit.*, p. 111 et suivantes.

heureuses. M. Georges Paish (1) établissait cette répartition de la manière suivante :

	En £	
Amérique	17.000.000.000	53 %
Asie	500.000.000	16 %
Afrique	455.000.000	14 %
Australie	387.000.000	12 %
Europe	150.000.000	5 %

Pour l'Amérique, pour l'Asie et pour l'Europe, le même auteur fournit les détails ci-dessous :

Amérique

	En £
Etats-Unis	688.078.000
Canada	372.541.000
Argentine	269.808.000
Brésil	94.440.000
Mexique	87.339.000

Asie

	En £
Inde et Ceylan	365.399.000
Japon	53.705.000
Chine	26.809.000

Europe

	En £
Russie	38.388.000
Espagne	18.808.000
Turquie	18.320.000
Portugal	8.134.000
France	7.071.000
Allemagne	6.061.000
Divers Etats	36.399.000

(1) V. Neymark, *op. cit.*, p. 110.

Il apparaît que les capitalistes britanniques, par une inspiration heureuse, évitaient le plus possible les investissements dans les pays que la guerre devait ruiner quelques années plus tard. 95 % des placements ont été dirigés vers les continents qui allaient être épargnés par le conflit mondial et l'Amérique, à elle seule, en avait absorbé 53 %. L'Europe, par contre, n'avait reçu que 150 millions de livres sterling, soit 5 % de l'ensemble des investissements extérieurs anglais. Encore est-il que la faillite russe n'a pu atteindre que 30 % des valeurs que l'épargne britannique possédait sur le continent.

Si l'on songe aux revenus considérables que sa fortune mobilière extérieure procurait chaque année au Royaume-Uni, on saisit toute l'importance que pouvait avoir, au cours des difficultés économiques ultérieures, une orientation aussi favorable des capitaux. Il est de fait que les intérêts dus aux investissements d'outre-mer, ont, dès le début du siècle, régulièrement augmenté dans de fortes proportions et qu'ils constituaient à la veille de la guerre un des éléments essentiels de la balance des comptes britannique. Les chiffres suivants, relevés par M. Neymark, fournissent, quant à cette progression, des indications significatives. Le montant des revenus des placements extérieurs n'avait pas dépassé en 1886-1887, 44.500.000 livres sterling. Il atteignait en 1910-1911, 103.894.000 livres sterling. C'est particulièrement depuis 1906 que l'augmentation a été sensible et c'est donc, à partir de cette date, qu'il est intéressant d'établir une comparaison avec les autres revenus du portefeuille anglais,

<i>Valeurs intérieures :</i>		1906-1911	1911-1912
		En £	En £
Fonds d'Etat anglais.....		15.993.607	14.458.374
Chemin de fer anglais.....		41.241.692	46.094.539
Chemins de fer hors Royaume-Uni		19.999.972	19.680.037
Coupons		12.661.156	17.059.648
<i>Valeurs extérieures :</i>			
Fonds du gouvernement des Indes.....		18.862.807	9.753.913
Valeurs des gouvernements Coloniaux.....		13.906.601	15.326.413
Valeurs Indiennes et Coloniales.....		14.744.821	23.769.078
Mines du Royaume-Uni		16.111.226	28.016.128

Comparaison des revenus des diverses valeurs.

Dans le premier groupe, comprenant un certain nombre de valeurs intérieures, l'augmentation des revenus de 1906 à 1912 est, au total, de 8.296.133 livres sterling, due pour la plus grande part, aux valeurs de chemins de fer britanniques. Pour la même période, les chiffres relatifs aux valeurs extérieures accusent une progression de 23.240.920 livres sterling qu'il faut attribuer surtout aux titres de chemins de fer hors Royaume-Uni ainsi qu'aux valeurs Indiennes et Coloniales. L'amélioration d'ensemble du rendement des placements extérieurs entre 1906 et 1912, approche de 25 Millions de livres sterling. L'augmentation qui correspond aux investissements coloniaux est de 5.250.000 livres sterling. Elle ne paraît pas très considérable si l'on songe à la progression constante des prêts aux Dominions et aux Colonies, mais cette faible importance s'explique par le taux d'intérêt relativement bas de ces catégories d'emprunts.

Si l'on tient compte en définitive, des multiples élé-

ments qui échappaient aux évaluations de M. Neymark, on peut estimer que l'Angleterre recevait comme rémunération de ses placements extérieurs, plus de 160 millions de livres sterling en moyenne. Ce sont d'ailleurs les précisions fournies par le « Board of Trade Journal » (1), à propos de la balance des comptes britannique au cours de cette période.

Balance des comptes britannique

	1907	1910	1913
	En £	En £	En £
Excédent d'importation des marchandises et de l'or.....	142.000.000	152.000.000	158.000.000
Revenus des placements extérieurs	160.000.000	187.000.000	210.000.000
Revenus du fret maritime.....	85.000.000	90.000.000	94.000.000
Commissions	25.000.000	25.000.000	25.000.000
Autres services	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Exportations invisibles totales..	280.000.000	312.000.000	339.000.000
Disponibles pour placements d'outre-mer	138.000.000	183.000.000	181.000.000
Nouvelles émissions extérieures sur le marché de Londres dans l'année.....	91.000.000	207.000.000	198.000.000
Nouvelles émissions sur le marché de Londres dans l'année suivante	142.000.000	166.000.000	159.000.000

On voit le rôle primordial joué par le revenu des placements extérieurs dans le total des exportations invisibles. Or, ces dernières suffisaient non seulement à combler le déficit considérable de la balance commer-

(1) Numéro du 29 janvier 1925, p. 145.

ciale, mais encore laissaient un solde important, disponible pour de nouveaux investissements outre-mer. Il est intéressant de constater à cet égard, que le Royaume-Uni exportait parfois, dès avant la guerre, plus de capitaux qu'il ne recevait. C'est là une observation qu'il sera utile de rappeler ultérieurement à propos de la politique financière britannique de ces dernières années.

Il pourrait sembler que ce prodigieux rayonnement de capitaux n'a été atteint qu'au détriment des entreprises métropolitaines. Il est facile de montrer au contraire, que la Cité a pu, malgré cette émigration incessante des avoirs britanniques, pourvoir abondamment au développement de l'industrie nationale. C'est ce que fait remarquer avec opportunité, M. Bellet dans son ouvrage « *Comment payer les frais de la guerre ?* » (1), et à l'appui de cette observation, il fait allusion au rapport du « Board of Trade Journal » sur les mouvements de Sociétés dans le Royaume-Uni. Il a été calculé que, du début du siècle à la déclaration des hostilités, 5.600 Sociétés nouvelles étaient enregistrées en moyenne tous les ans. Or, 91 à 92 % seulement des Sociétés, sont soumises à cette formalité de l'enregistrement. D'autre part, d'après le « Stock Exchange Year Book », en 1897, pour un peu moins de 24.000 sociétés, le capital versé s'élevait à 1285 millions de livres sterling ; en 1909 pour 46.500 sociétés, ce même capital dépassait 2 milliards 163 millions de livres sterling. Ces chiffres révèlent suffisamment que l'activité intérieure n'avait nullement

(1) Pages 115 et suivantes.

souffert d'une évasion pourtant considérable des capitaux. La richesse britannique était, en réalité, à même d'assumer ces deux efforts parallèles. M. Georges Paish (1) prétendait avec raison, croyons-nous, que dans aucun autre pays le système de crédit n'avait atteint un tel degré de perfection et la Grande-Bretagne avait été ainsi amenée, après avoir été son propre bailleur de fonds, à fournir la majeure partie des disponibilités nécessaires à la mise en valeur du monde entier. Il estimait que sur l'ensemble de la fortune britannique, évaluée à 400 milliards de francs, 250 milliards avaient été employés par d'autres que leurs propriétaires, c'est-à-dire prêtés, 100 milliards à peu près ayant été dirigés vers les Colonies ou l'étranger. La grosse majorité de ces prêts était, bien entendu, consentie à des fins essentiellement productives et rien ne le prouve mieux que le désintéressement de l'épargne anglaise pour les émissions de fonds publics, et ses préférences très marquées pour les investissements de caractère industriel ou commercial. Les évaluations du journal « The Statist » (2) indiquent à cet égard qu'en 1911 il avait été émis 45.845.000 livres sterling de valeurs d'Etat ou de Municipalité et 150.371.000 livres sterling de valeurs industrielles. En 1913 les chiffres sont respectivement de 85.281.000 livres sterling et de 109.960.000 livres sterling. On trouve, pour les années antérieures, des différences semblables.

Il a fallu la guerre et les formidables dépenses que

(1) *Op. cit.*, p. 125.

(2) V. Neymark, *op. cit.*, p. 111 et suivantes,

celle-ci devait entraîner, pour modifier l'orientation que les capitaux anglais avaient reçue avant 1914. Le marché financier britannique devait, en effet, perdre momentanément, au cours d'une période particulièrement troublée, sa physionomie caractéristique.

CHAPITRE DEUXIEME

L'Epargne britannique et la Guerre

Les modifications profondes, qui, au cours des hostilités, ont affecté le marché financier anglais, étaient comme dans les autres Etats belligérants, logiquement inévitables, et ce n'est pas la raison, mais plutôt la mesure de leur intervention, qui mérite ici quelques observations.

Les besoins de l'Etat ont été tels dans la dernière guerre, que partout ils ont absorbé la majeure partie des disponibilités nationales, pourtant accrues tant par les effets d'une inflation naissante que par les mesures de prohibition ou de réglementation qui mettaient obstacle aux évasions de capitaux.

C'est ainsi que les emprunts publics ont atteint partout des chiffres impressionnants, alors que parallèlement les émissions privées intérieures, accusaient une diminution considérable et que les placements extérieurs tendaient, de leur côté, à disparaître presque complètement.

Ce sont bien là les transformations qui sont apparues sur la place de Londres entre 1914 et 1919. Mais par la rapidité de sa réalisation ainsi que par son importance, l'effort financier britannique, en vue d'assumer les dépenses de guerre, semble particulièrement remarquable.

Les statistiques de l'époque (1) indiquent la progression des investissements intérieurs, due essentiellement (2) au soudain et formidable développement des fonds publics dès 1915.

Années	Placements intérieurs En £	Placements extérieurs	
		Valeurs Coloniales En £	Valeurs Etrangères En £
1913	50.709.000	99.569.000	97.958.000
1914	153.580.000	85.000.000	70.000.000
1915	860.344.000	75.000.000	
1916	552.412.000	25.000.000	
1917	1.299.139.000	14.227.000	19.170.000
1918	1.339.818.000	9.895.000	2.752.000

Placements intérieurs et extérieurs sur la place de Londres de 1914 à 1918.

Il est à remarquer que, malgré la gravité des événements extérieurs, l'expansion financière britannique n'a

(1) D'après *The Economist*, chiffres recueillis dans les *Banques de Dépôt en Angleterre*, Charles d'Orléans, p. 354.

(2) Le tableau suivant, relatif aux émissions publiques et privées

jamais été réduite à néant durant les hostilités. Mais les chiffres qui s'y réfèrent restent bien faibles comparativement aux sommes considérables qui ont régulièrement alimenté les émissions publiques. Il ne faut pas oublier en outre, que l'épargne britannique participait parallèlement à la souscription d'emprunts dans d'autres Etats belligérants et notamment en France (1). Ce n'est pas sans une sérieuse atteinte à sa puissance financière que l'Angleterre a pu assumer de tels efforts. Sa fortune extérieure notamment, devait être assez fortement dimi-

dans la métropole et les territoires d'outre-mer, traduit la supériorité constante pendant les années de guerre, des fonds publics sur les valeurs industrielles.

Années	Valeurs d'Etat et de Municipalité En £	Valeurs industrielles En £
1913	85.281.000	162.956.000
1914	148.620.000	109.960.000
1915	916.336.000	18.408.000
1916	567.185.000	10.316.000
1917	1.304.127.000	11.856.000
1918	1.323.384.000	29.081.000

(1) Le premier emprunt de la défense nationale a été émis en 1915 ; la tranche anglaise a rapporté 19 millions 277 mille 644 livres sterling. Les participations suivantes n'ont pas été moins considérables.

nuée par la mobilisation des titres étrangers ou la faillite de nombreux débiteurs (1).

Si leur contribution fut importante, les emprunts réalisés de 1914 à 1918 n'ont pourtant pas suffi à couvrir l'ensemble des dépenses engagées par la Grande-Bretagne dans le conflit mondial. Celles-ci s'élevaient, en effet, à 7 milliards 390 millions de livres sterling au 1^{er} août 1918. Sur cette somme, 5 milliards 390 millions sont dus à l'emprunt. Les impôts, de leur côté, progressivement augmentés, ont procuré 2 milliards 625 millions de livres sterling, soit 25 % des ressources totales (2). C'est là une proportion qui n'a été atteinte ni en France ni en Allemagne. Elle était jugée toutefois insuffisante par le journal *The Economist* qui la rapprochait du pourcentage encore plus favorable de 54 %, obtenu aux Etats-Unis.

L'importance de cette contribution fiscale a pu, dans une certaine mesure, éviter au gouvernement britannique une politique d'emprunts plus excessive, et c'est le maintien de cette solide politique financière, soucieuse

(1) Cette diminution a été évaluée à 850 millions de livres sterling environ ; elle se répartissait approximativement ainsi : Valeurs des Etats-Unis, 650 millions de livres sterling. Russie et autres pays belligérants, 100 millions de livres sterling. Chemins de fer Canadiens, 40 millions de livres sterling. Autres valeurs, 60 millions de livres sterling.

(2) V. Olphe Gaillard, *Histoire économique et financière de la guerre*, p. 441.

de ne pas surcharger l'avenir, qui devait assurer dans les années suivantes, le rétablissement progressif de l'équilibre budgétaire et le maintien d'une stabilité monétaire, tant convoitée par d'autres nations belligérantes.

CHAPITRE TROISIÈME

L'évolution actuelle de la politique d'expansion financière

Au lendemain de l'armistice, la politique des placements extérieurs devait reprendre une place prépondérante parmi les manifestations de l'activité nationale et les dirigeants de la Cité n'ont cessé d'affirmer, au cours des dix années d'après-guerre, la nécessité de redonner à l'Angleterre le prestige capitaliste d'antan.

Mais ils ne sont parvenus que très difficilement à leurs fins et, de plus, l'expansion financière allait subir une orientation qu'elle n'avait pas connue avant la guerre.

De nombreuses circonstances devaient en effet, aboutir tant à diminuer l'ampleur des exportations de capitaux qu'à leur donner une direction nouvelle.

Alors que la puissance économique de l'Angleterre se trouvait fortement diminuée à la suite du conflit mondial, les besoins du marché intérieur se sont révélés, par ailleurs, sans cesse grandissants.

Les émissions de fonds publics ont suivi le rythme des

extensions budgétaires, provoquées par l'accroissement des dépenses sociales de tous ordres. Parallèlement, la restauration de l'industrie métropolitaine a nécessité un effort financier qui s'est traduit sur le marché des capitaux par la multiplication des émissions des sociétés privées.

L'expansion britannique rencontrait enfin un autre obstacle dans la concurrence nouvelle des Etats-Unis, dont la puissance capitaliste avait pu s'affirmer à la faveur de la guerre.

Les conditions du marché international des prêts à long terme se sont aussi modifiées quant à la direction des capitaux exportés. A la faveur des difficultés générales dues à la liquidation de la guerre, la concurrence industrielle et le protectionnisme devaient compromettre l'équilibre des relations entre peuples, au point de faciliter la formation d'entités économiques indépendantes. La politique nationaliste, sous la forme plus large en Angleterre de tendance impérialiste, allait inciter dès lors à diriger l'expansion capitaliste essentiellement vers les Dominions ou les Colonies.

Divers facteurs ont donc modifié, après la guerre, l'ampleur et l'orientation de la politique financière britannique. Mais leur influence respective ne s'est pas exercée également durant toute cette période, si bien qu'il paraît nécessaire de scinder l'étude du marché des capitaux en fonction des principaux événements économiques et monétaires de ces dernières années.

SECTION I. — 1919-1920 : LA RENAISSANCE
DE L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE

Pour avoir pu assumer, au cours même de la guerre, l'essentiel de ses sacrifices financiers, l'Angleterre a gagné de connaître la première, parmi les autres Nations, la renaissance d'une activité normale. Grâce à la décroissance rapide des exigences financières gouvernementales, l'industrie nationale a pu trouver, dès la fin des hostilités, sur le marché des capitaux, des disponibilités nécessaires à sa résurrection.

Toutefois si la diminution des émissions de fonds publics se manifeste dès 1919, elle ne fut très marquée qu'en 1920. Mais, au cours de cette période, c'est essentiellement au profit de l'industrie métropolitaine que cette regression s'est réalisée.

Alors qu'en 1918 les emprunts des collectivités publiques avaient dépassé 1340 (1) millions de livres sterling, ils n'étaient plus en 1919 que de 842 millions de livres sterling et en 1920, de 37 millions de livres sterling. Encore est-il que les émissions des groupements locaux entraient dans ce dernier chiffre pour plus de 7 millions de livres sterling. Cette chute brutale, non encore définitive il est vrai, révèle cependant le rapide redressement de la situation budgétaire britannique. S'engageant résolument, dès 1920, dans la voie de l'amortissement,

(1) V. *The Economist*, numéro du 31 décembre 1921, p. 1149 : relevé annuel des nouvelles émissions de capitaux.

le gouvernement anglais devait consacrer les émissions ultérieures à la consolidation de la dette flottante.

L'épargne pouvait, dès lors, répondre largement aux sollicitations des collectivités privées. Or, les stocks étaient épuisés ; il fallait reconstruire, reproduire. Pendant un certain temps, les demandes, stimulées par le retour de la paix, allaient dépasser les offres ; les prix allaient monter. Prospérité factice peut-être, éphémère sans aucun doute, mais qui n'en était pas moins favorable à une orientation presque exclusive des capitaux vers l'industrie métropolitaine.

A la fin de 1919, les placements privés intérieurs avaient atteint plus de 180 millions de livres sterling (1) ; l'année suivante ils étaient évalués à près de 290 millions de livres sterling. L'inflation, il est vrai, donnait à ces chiffres une importance quelque peu artificielle. Mais pour se débarrasser de cet élément d'erreur, il suffit de se référer à des pourcentages. Alors qu'à la fin de 1911, les placements intérieurs représentaient 19 % à peine du total, en 1920 leur proportion était de 89 %. Les émissions de fonds publics étant tombées alors à 10,5 % de l'ensemble des investissements, on voit que l'industrie et le commerce britanniques ont absorbé, cette année là, près de 79 % des disponibilités du marché national. C'est un pourcentage d'autant plus remarquable que nombre des capitaux nécessaires aux entreprises privées, sont obtenus en Angleterre en dehors du marché des

(1) *The Economist*, *op. cit.*, p. 1149.

émissions. Aussi était-il à prévoir, que, passée cette courte période, de reconstitution hâtive et fiévreuse, d'autres débouchés s'offriraient avec succès à l'épargne britannique et notamment les prêts à l'extérieur qui, en 1919 et 1920, avaient été particulièrement délaissés.

L'ensemble de ces derniers, d'après les statistiques du « Board of Trade Journal » (1), représentait en 1919 les chiffres de 51.566.000 livres sterling, soit une proportion de 4,9 %. L'année suivante, il est possible de relever dans « The Economist » (2) 31.639.800 livres sterling pour les placements aux Dominions et aux Colonies et 7.888.400 livres sterling pour les investissements à l'étranger, soit une somme globale de 39.528.200 livres sterling, représentant une proportion de 10,7 %. Elle avait été, avant la guerre, on s'en souvient, de 80 %. Sans doute les capitaux britanniques ne devaient plus se prêter désormais à une exportation aussi massive, mais dès la fin de 1920, avec les premiers symptômes d'une grave crise industrielle, le public montrait déjà moins d'empressement à la souscription des émissions intérieures et l'on souhaitait alors le développement des placements extérieurs. L'expansion financière devait, dès l'année suivante, marquer un progrès sensible et redonner ainsi au marché des capitaux, quelque peu de son aspect d'antan.

(1) V. *Banques de dépôt en Angleterre*, Charles d'Orléans, p. 355.

(2) *Op. cit.*

SECTION II. — 1921-1924 : PÉRIODE DE DÉPRESSION
ÉCONOMIQUE ET REPRISE DE L'EXPANSION FINANCIÈRE

1921 fut une année fatale à l'industrie britannique. Elle est à l'origine, pour l'économie d'outre-Manche, d'une ère de troubles et de difficultés, à l'évolution de laquelle nous assistons encore actuellement.

Après une période de spéculation intensive au cours de laquelle les notions de valeurs et de mesure s'étaient évanouies, la rupture d'équilibre entre l'offre et la demande, provoquant une chute brutale et inévitable des prix, précipita la crise industrielle qui avait commencé de se manifester dès les derniers mois de 1920. Les mesures énergiques de déflation que, par suite, devait prendre le gouvernement pour le salut du sterling, ne pouvaient qu'accentuer encore la dépression générale.

Il n'est pas surprenant de constater, en de telles circonstances, le déclin très net sur le marché des émissions, des investissements effectués jusqu'alors dans l'industrie et le commerce métropolitains, et le développement nouveau que parallèlement ont pris les placements extérieurs.

Les premiers accusent, dès 1921, une diminution soudaine et considérable (1). Sur les 270 millions de livres sterling, que représentent les capitaux placés dans la métropole, ils ne figurent que pour 73 millions de livres

(1) V. *The Economist*, numéros du 31 décembre 1921, p. 1149 et du 1^{er} janvier 1927, p. 11.

sterling et se maintiennent, dans les années suivantes, à peu près rigoureusement à ce niveau.

Royaume-Uni	1921	1922	1923	1924
	En £	En £	En £	En £
Fonds de Gouvernements	202.896.300	369.628.100	77.536.300	13.776.200
Autres placements.	73.280.200	73.890.200	56.379.300	70.836.200
	276.276.500	443.518.300	135.915.600	84.612.400

Emissions intérieures sur le marché de Londres de 1921 à 1924.

1922, on le voit, n'apporte pas de changement notable ; mais on relève par contre en 1923 un nouveau recul des placements intérieurs, le plus accentué de toute la période d'après-guerre ; après quoi, une légère reprise des émissions privées métropolitaines en 1924 semble annoncer la fin de cette longue dépression.

Il faut d'ailleurs remarquer que cette dernière a atteint essentiellement, les « vieilles » industries britanniques, celles qui étaient l'apanage de la puissance économique Anglaise d'autrefois : charbon, fer, acier, chemins de fer, navigation ; les émissions des entreprises électro-techniques et des fabriques d'objets manufacturés, sont, au contraire, en augmentation.

D'autres signes encore ont témoigné de la crise. Ainsi en 1921, les émissions d'actions ordinaires ont brusquement diminué au profit de ventes de titres privilégiés et particulièrement des valeurs à revenu fixe (1).

(1) V. *The Economist*, numéro du 7 janvier 1922.

	1913	1920	1921
	En £	En £	En £
Obligations	139.920.400	134.184.300	347.517.400
Actions et parts de préférence.	22.555.600	78.235.100	21.045.400
Actions et parts ordinaires....	33.661.300	155.130.100	20.415.500
	196.737.300	347.549.600	389.978.200

Pour la seule économie privée, les obligations représentent en 1921 83 millions de livres de souscriptions nouvelles. Les fonds d'état ont bénéficié évidemment d'une faveur égale et le Trésor a pu ainsi consolider nombre de titres de la dette flottante, profitant, notamment en 1922, des conditions avantageuses du marché.

	1921	1922	1923
	En £	En £	En £
Bons du Trésor 5 ½ %.....	173.900.000	115.100.000	24.100.000
— 5 %.....	»	110.100.000	»
— 4 ½ %.....	»	68.900.000	»
— 4 %.....	»	»	34.600.000
Saving Certificates	11.100.000	58.400.000	18.800.000
Emprunts des Collectivités locales 3 %.....	17.900.000	17.100.000	»
	209.900.000	369.600.000	77.500.000

Mais le trait le plus caractéristique de ces quelques années, demeure incontestablement la renaissance de l'activité extérieure de la Cité dans le domaine des capitaux à long terme. Si cette expansion nouvelle ne cons-

tituait en somme que le retour à une saine et vieille tradition, elle est apparue toutefois dans sa mesure et son orientation, refléter des circonstances et des préoccupations que n'avait pas connues l'économie britannique d'avant-guerre.

Le courant d'exportation des capitaux sur le marché de Londres, ne pouvait rester insensible, quant à son importance numérique, à la concurrence active des autres grandes places internationales et notamment celle de New-York. Il ne pouvait échapper d'autre part, dans ses destinations nouvelles, à l'influence dominante de la politique de « l'Empire économique ».

Les placements extérieurs ont augmenté entre 1920 et 1921 de 73.274.700 livres sterling passant d'une proportion de 10,7 % à celle de 29 % de l'ensemble des émissions du marché. Les statistiques postérieures révèlent une progression plus nette encore.

Possessions britanniques	1921 En £	1922 En £	1923 En £	1924 En £
Fonds de Gouverne- ments	73.650.000	58.182.300	58.182.300	50.080.000
Autres placements..	16.927.800	16.341.900	23.313.600	23.125.900
	90.577.800	74.924.200	92.722.900	72.276.900
Pays étrangers				
Fonds de Gouverne- ments	5.905.000	14.214.100	26.416.900	40.619.900
Autres placements..	16.118.900	40.979.000	12.222.800	11.816.900
	22.239.900	55.223.100	44.154.100	53.346.800
Total général...	112.801.700	130.147.300	137.477.000	125.635.700

Placements extérieurs sur le marché de Londres.

Le maximum est atteint en 1923, avec 137.477.000 livres sterling, chiffre qui rappelle sensiblement celui auquel s'étaient élevés les placements extérieurs avant la guerre (1).

Mais il suffit de se référer aux proportions que représentent désormais les investissements outre-mer, pour admettre que l'activité internationale de la Cité, dans le domaine des prêts à long terme, n'avait pas retrouvé son ampleur d'antan et qu'elle était loin d'absorber comme autrefois, la quasi-totalité des disponibilités du marché.

En 1921, 29 % des capitaux émis sont destinés à l'exportation. L'année suivante, la proportion tombe à 18 % ; puis en 1922 et 1923, grâce surtout à une diminution très sensible des emprunts des collectivités publiques, elles est quelque peu plus considérable et atteint successivement 55 et 62 %. Ce pourcentage demeure malgré tout inférieur à ceux indiqués antérieurement pour la période précédant le conflit mondial.

Ainsi modifiée dans sa mesure, l'expansion financière restait sans doute le trait caractéristique de l'économie anglaise mais devenait néanmoins une tendance moins dominante.

Une transformation plus significative encore s'est affirmée dans l'orientation des placements extérieurs. Les capitalistes britanniques avaient autrefois prêté surtout à l'étranger. Mais à la veille de la guerre déjà, les

(1) On se souvient que les placements extérieurs s'élevaient en moyenne, avant la guerre, à 160 millions de livres sterling par an,

placements aux Dominions et aux Colonies se multipliaient et au cours de la période qui nous occupe, ils s'avèrent de beaucoup les plus importants. Cette transformation attestait ainsi de l'attrait toujours plus grand qu'exerçaient sur les financiers de la Cité, les possibilités d'un immense Empire, au sein d'une économie mondiale bouleversée par des années de lutte.

Si l'on se reporte au tableau précédent, on constate que les placements aux Dominions et aux Colonies représentaient en 1921 37 % de l'ensemble des investissements extérieurs. L'année suivante leur proportion était de 74 % ; et en 1923 et en 1924, de 67 et de 58 %.

Elle atteignait à peine en 1911, 37 %.

La politique impérialiste semblait donc porter ses fruits dans le domaine financier. L'orientation qu'elle déterminait désormais, était, en outre, favorisée par le fait que le Royaume-Uni cherchait à retrouver en son vaste domaine colonial, les possibilités d'expansion qu'il perdait sur les continents étrangers sous l'influence des rivalités d'après-guerre.

L'Angleterre avait grand peine, en présence de l'activité américaine, à recouvrer, à travers le monde, son ancienne hégémonie capitaliste.

Au cours des hostilités et dans les années immédiatement postérieures, la place de New-York avait pu prendre sur le marché international des placements à long terme, une prépondérance qu'elle ne pouvait plus perdre.

Cette concurrence allait, dès lors, déterminer des zones bien distinctes d'influence et ce partage territorial devait

enlever à la distribution des capitaux anglais, le caractère d'universalité qu'elle avait autrefois.

Nous reproduisons plus loin un tableau complet indiquant la répartition géographique des placements extérieurs dans les dix années qui ont suivi la guerre et sur les détails duquel il nous faut anticiper quelque peu. Qu'il nous suffise ici, d'esquisser d'après ces renseignements (1), les régions respectivement soumises aux entreprises capitalistes de New-York et de la Cité.

La commandite américaine domine nettement dans les deux Amériques et son influence englobe même le Canada. L'Europe, par ailleurs, où l'Angleterre et l'Allemagne sont ses principaux débiteurs, absorbe le surplus de son activité.

L'Angleterre s'oriente de plus en plus vers l'Asie et l'Océanie où ses possessions de l'Inde et de l'Australasie reçoivent le principal de ses exportations de capitaux. Elle conserve dans le Pacifique Sud et en Afrique, une prépondérance certaine, alors que son influence a beaucoup diminué en Amérique du Sud. L'Europe, tout comme autrefois, n'attire qu'une faible partie des avoirs britanniques.

Ce sont bien là les tendances qui se dessinent dès 1922. Cette dernière année et la suivante, les plus grosses émissions, réalisées sur le marché de Londres, ont été lancées par l'Inde et l'Australie : le premier pays a successivement emprunté 30 millions de livres sterling et

(1) V. Enquête de Sir Robert Kindersley, publiée dans « *Memo-randum sur les balances des paiements et le commerce international* », Société des Nations, p. 195.

20 millions de livres sterling ; le second 5, puis 25 millions de livres sterling.

Parmi les autres Etats, devenus, à même époque débiteurs de la Cité, il faut signaler en 1921 : le Chili, le Siam, la Tchéco-Slovaquie, le Brésil et le Pérou et, en 1923, les Indes Néerlandaises, la Roumanie et l'Autriche.

On ne pouvait apprécier encore la portée et les résultats de ces destinations nouvelles. Toujours est-il qu'au cours des années qui font l'objet de ce paragraphe, les revenus de la fortune extérieure britannique, accusaient sur les chiffres de 1913, une nette diminution. Sans doute pouvait-on en trouver, pour partie, l'explication dans la crise économique de 1921, qui n'avait pas atteint seulement que l'Angleterre. Le relevé de la balance des comptes de l'année antérieure, 1920, laisse effectivement apparaître des indications beaucoup plus favorables, quant aux intérêts dus aux placements outre-mer.

	1907	1910	1913	1920	1922	1923
		Millions de livres sterl.				
Excédent des importations de marchandises et d'or.	142	152	158	343	170	203
Revenus des placements extérieurs	160	187	210	200	175	150
Revenus de la marine marchande nationale.....	85	90	94	340	110	110
Commissions	25	25	25	40	30	30
Autres services	10	10	10	15	10	10
Total de la balance des exportations invisibles..	280	312	339	595	325	300
Disponibilités pour placements extérieurs	138	153	181	252	155	97
Nouvelles émissions extérieures sur le marché de Londres dans l'année...	91	207	198	53	135	136
Nouvelles émissions extérieures sur le marché de Londres l'année suivante	142	166	159	116	136	134

Balance des comptes britanniques (1).

Cette régression des revenus tirés de l'activité financière apparaissait néanmoins d'autant plus préjudiciable que l'équilibre des relations économiques internationales de l'Angleterre était parallèlement gravement compromis par les difficultés croissantes de l'industrie et la baisse des exportations de marchandises.

Les indications numériques, citées plus haut, suggèrent en outre une remarque formulée précédemment déjà.

En 1920, les exportations de capitaux ont été loin d'absorber les disponibilités que laissait à la Nation l'excédent de la balance des comptes. Dès 1922, de même qu'avant la guerre, elles les dépassent et semblent ainsi transgresser les possibilités d'expansion de la Métropole.

Mais la préparation de la réforme monétaire de 1925,

(1) V. *The Board of Trade Journal*, numéro du 29 janvier 1925, p. 145.

allait imposer un temps d'arrêt à cette traditionnelle émigration de la fortune anglaise, et lui enlever momentanément l'importance relative qu'elle venait de recouvrer.

SECTION III. — LES ÉVÉNEMENTS MONÉTAIRES DE 1925
ET LEURS RÉPERCUSSIONS SUR LA POLITIQUE
DES PLACEMENTS EXTÉRIEURS

Si les plus graves conséquences du conflit mondial paraissent avoir été réservées à d'autres pays belligérants, de très sérieuses difficultés ont affecté aussi l'économie britannique et le relevé de la balance des comptes, reproduit plus haut, traduit suffisamment ces vicissitudes. Les soldes actifs s'avèrent très inférieurs à ce qu'ils étaient avant la guerre et révèlent ainsi des conditions nouvelles et défavorables qui ne pouvaient manquer d'avoir leur influence sur le marché des changes et la solidité de la devise anglaise.

La Grande-Bretagne n'a, certes, pas connu la gravité des crises monétaires allemande et française. Un effort prolongé et résolu de déflation devait assurer, en effet, au sterling, une résurrection complète. Mais au cours des années qui suivirent immédiatement l'armistice, la monnaie britannique a, malgré tout, accusé de notables défaillances (1).

Ces alertes n'ont fait qu'affermir la politique gouvernementale de restauration financière et se trouvent ainsi à l'origine d'une série de mesures d'assainissement dont

(1) En 1920 la livre était tombée à 3 dollars. Une sérieuse reprise s'est dessinée par la suite mais, en 1923, la livre cotait néanmoins encore 4 dollars 70 au lieu de 4,81.

le couronnement devait être, en 1925, le retour à l'étalon or.

Les événements récents semblent avoir prouvé que c'était peut-être là un idéal trop ambitieux. Mais il était indispensable au prestige commercial et financier de la nation, ainsi qu'à la prospérité des pays étroitement solidaires de l'économie britannique. Il nécessita par ailleurs, une vigoureuse entreprise de redressement, tant dans le domaine fiscal que dans l'ordre monétaire, dont on ne peut rappeler les étapes sans admiration.

Mais parmi les mesures qui furent envisagées, pour mener à bien la réforme de 1925, il en est une qui n'a pas laissé de réagir profondément sur le marché des émissions nouvelles. Une proclamation, concertée par la Banque d'Angleterre et la Trésorerie, fut lancée dès le mois de décembre 1924, afin de condamner pour un temps la pratique des placements outre-mer. Celle-ci se révélait en effet, par son action sur le marché des changes, un des obstacles les plus sérieux au rétablissement de la parité monétaire d'avant-guerre. Il n'y avait pas, dans cette décision, prohibition irréfragable de procéder à des exportations de capitaux à long terme, mais seulement avertissement officiel aux établissements d'émission et aux banques de dépôt, de procéder à une sérieuse discrimination, avant d'offrir aux souscriptions publiques, les emprunts étrangers nouveaux. Cette mise à l'index porta apparemment ses fruits car, sans que l'activité globale du marché des émissions fût modifiée, elle provoqua une diminution sérieuse des placements extérieurs et favorisa par ailleurs, une reprise sensible des investissements métropolitains.

Royaume-Uni	1924	1925
	En £	En £
Fonds de gouvernement	13.776.200	45.685.700
Autres placements	70.836.300	104.337.000
	84.612.500	150.022.700
Possessions britanniques		
Fonds de gouvernements.....	50.080.000	30.699.100
Autres placements	23.195.900	30.220.500
	73.275.900	60.919.600
Pays étrangers		
Fonds de gouvernements.....	40.619.900	Nihil
Autres placements	11.816.900	16.276.500
	52.436.800	16.276.500
Total général.....	210.325.200	227.218.800

Emissions nouvelles sur le marché de Londres en 1924 et 1925 (1).

Les prêts à l'extérieur, accusent une régression de 49.127.100 livres sterling et passent de la proportion de 62 % à celle de 33 %.

L'embargo officieux a eu d'ailleurs des conséquences fort inégales, selon les différentes catégories d'emprunts outre-mer. Les émissions des gouvernements étrangers ont été radicalement atteintes par la mesure nouvelle et ont fait complètement défaut sur le marché britannique

(1) V. *The Economist*, numéro du 1^{er} janvier 1927, p. 11.

en 1925. Cette disparition n'a pu être compensée par l'augmentation très faible des prêts aux collectivités étrangères.

Par contre, malgré un recul notable, les emprunts des Dominions et des Colonies, qui n'affectaient pas directement le change de la livre, demeurent assez importants, une diminution ne s'étant faite sentir qu'en ce qui concerne les fonds publics.

Au surplus n'a pas manqué de se produire un phénomène inévitable en période de prohibition, dont les effets, bien qu'occultes, modifient quelque peu la portée des chiffres officiels auxquels nous venons de nous référer. Mais si l'on peut affirmer l'existence d'une évasion de capitaux, on ne peut en préciser l'importance numérique. Il n'est pas douteux en tous cas, que la prohibition des émissions étrangères dans la Cité ne pouvait empêcher les citoyens anglais de souscrire, par de multiples moyens, aux titres lancés sur les autres places (1).

Il reste néanmoins, que malgré cette émigration invisible des avoirs anglais, l'expansion financière nationale a certainement beaucoup perdu au cours de l'année 1925.

Et rien ne le prouve mieux que le succès soudain des emprunts gouvernementaux et des émissions de l'industrie métropolitaine.

Les placements intérieurs ont augmenté de 70.405.900 livres sterling et leur proportion est parallèlement passée de 38 à 67 %.

(1) C'est ainsi que l'emprunt de l'Etat de Sao Paulo, offert sur le marché de New-York, fut en grande partie couvert à l'aide de capitaux britanniques. V. Charles d'Orléans, *op. cit.*, pp. 312 et suiv.

Les fonds publics nouveaux représentent 45.185.700 livrès sterling alors qu'ils ne s'étaient élevés en 1924, qu'à 13.776.200 livres sterling. La progression des investissements industriels est plus nette encore et atteint 38.500.700 livres sterling. Ce sont d'ailleurs les industries neuves et notamment les compagnies de caoutchouc, qui ont surtout profité de cette augmentation.

Un changement aussi net et aussi rapide dans l'orientation de l'épargne, était dû évidemment, à des circonstances purement monétaires. La réforme une fois réalisée, on devait souhaiter voir disparaître des entraves qui avaient été apportées à l'exportation des capitaux, et de fait, la Cité fut libérée de toute prohibition dès le mois d'octobre 1925. Le capitalisme britannique pouvait, dès lors, connaître de nouveau une fructueuse et traditionnelle activité extérieure. Il semblait même qu'assurée d'une précieuse et irréductible stabilité monétaire, l'économie anglaise retrouverait plus aisément l'harmonieux équilibre et la force d'expansion qui l'avaient caractérisée autrefois.

Un grand éditorial de la Cité, exprimant le sentiment général de l'opinion, formait à cet égard, les vœux suivants : « La Nation possède à l'heure actuelle l'occasion de retrouver son génie d'antan pour les placements d'outre-mer, génie qui fut la cause d'importants profits pour le commerce et l'industrie britanniques... Le retour à l'étalon or et sa conséquence logique, la réouverture totale du marché de Londres aux emprunteurs étrangers, auront pour effet de donner une impulsion nouvelle aux affaires financières et commerciales d'une manière qui

profitera également à l'industrie nationale... Nous réussirons à remplir notre rôle dans la mesure où nous serons capables de lutter avec la concurrence constante de New-York. Nous aurons pour nous l'expérience, la réputation et une situation acquise dans le monde, qui nous permettront d'obtenir notre juste part (1) ». Ce n'est pas seulement la recherche sagement calculée d'un intérêt bien compris qui inspire cette déclaration ; un sentiment de prestige, tendant à rendre à l'Angleterre la domination capitaliste du monde, à la Cité son rayonnement international, l'anime aussi.

Mais, si fermement résolue que fût cette politique dans les milieux financiers britanniques, elle devait se heurter dans les années suivantes, à de profondes difficultés et elle n'a pu, de la sorte, retrouver l'ampleur qui l'avait caractérisée avant la guerre.

SECTION IV. — 1925-1928 : L'ACTIVITÉ DES ÉMISSIONS INTÉRIEURES S'OPPOSE AU DÉVELOPPEMENT DE L'EXPANSION FINANCIÈRE.

Dès les premières années de paix, la rivalité du capitalisme américain, les exigences de plus en plus grandes de l'économie publique et privée métropolitaine, la diminution de l'épargne intérieure et extérieure, avaient assigné à l'expansion de l'épargne anglaise des limites inconnues avant la guerre.

La réforme monétaire de 1925 ne paraît pas avoir été

(1) V. Charles d'Orléans, *op. cit.*, p. 350.

plus favorable à la politique des placements à l'étranger, non seulement en raison des obstacles temporaires qu'elle avait provoqués, mais encore à cause des répercussions économiques plus lointaines dont elle est l'origine. Contraire à la prospérité de l'industrie et du commerce britanniques, elle est en partie responsable de la réduction des soldes actifs de la balance des comptes, et partant, de celle des capitaux disponibles pour l'exportation. C'est la réunion de ces nombreux facteurs défavorables qui devait compromettre quelque peu le succès de la politique des placements outre-mer.

Il semble toutefois, que dans la période qui suivit le retour à l'étalon or, la concurrence active des émissions de l'industrie intérieure a eu à cet égard une influence primordiale.

Si l'on songe pourtant aux difficultés croissantes qu'a rencontrées l'économie britannique dans ces dernières années, on ne peut qu'être surpris de cette extension des émissions intérieures privées entre 1926 et 1929. Les placements métropolitains accusent alors une remarquable progression qui n'a guère été interrompue qu'en 1926.

Royaume-Uni	1925	1926	1927	1928
	En £	En £	En £	En £
Fonds publics	45.685.700	4.666.600	66.083.800	83.861.000
Autres placements...	109.332.600	124.508.900	140.799.800	179.722.000
	155.018.300	129.175.500	266.883.600	263.583.000

Placements intérieurs sur la place de Londres de 1925 à 1928 (1).

(1) V. *The Economist*, numéro du 26 décembre 1931, p. 1.224.

Les emprunts des collectivités publiques sont, pour une part, responsables de cette augmentation, mais les investissements privés demeurent le facteur principal.

Dès 1926, ils atteignent 124.508.900 livres sterling ; cette année là a pourtant été marquée par la crise du charbon qui, pendant les trois derniers trimestres de l'année, ne pouvait manquer de troubler profondément l'activité économique de la Nation. En 1927 et 1928 la progression s'affirme plus nette encore et le pourcentage des placements intérieurs, abstraction faite des fonds publics, s'est élevé successivement à 43 puis 63 % du total. Il était en 1912, de 34 %.

Or, parallèlement, se multipliaient les symptômes d'une grave dépression ; la balance commerciale laissait apparaître des déficits de plus en plus considérables. Le chômage se développait chaque jour et les profits industriels ne cessaient de décliner. De toute évidence, la Grande-Bretagne, parmi les autres Nations, semblait destinée à subir plus rapidement et plus profondément la crise naissante de surproduction générale. Ce n'est donc pas tant à la prospérité des transactions commerciales et industrielles, mais plutôt à d'autres facteurs qu'il faut attribuer le succès qu'obtinrent alors les émissions de valeurs métropolitaines privées. A une époque d'intense activité boursière et de hausse exagérée des cours, leur caractère spéculatif n'a certainement pas été un de leurs moindres attraits. Il ne faut pas oublier en outre, les transformations que l'industrie britannique a connues depuis l'armistice et les masses importantes de capitaux neufs que nécessitait cette évolution. Et d'abord, la

« vieille industrie », si longtemps demeurée fidèle à des procédés d'exploitation traditionnels et surannés, a senti à maintes reprises, l'impérieuse nécessité de rénover des installations quelque peu désuètes. Mais surtout avec la décadence économique du charbon et de l'acier, dont elle était la première à souffrir, l'Angleterre a compris l'utilité d'une nouvelle orientation industrielle. Ainsi s'expliquent la formation et l'extension depuis la guerre, d'industries neuves (automobiles, soies artificielles, entreprises chimiques et électro-techniques), tout de suite plus prospères que les anciennes, parce que conformes à l'évolution économique et aux besoins du marché intérieur.

Cette transformation, provoquant des appels incessants de capitaux, n'a pas manqué d'exercer une influence très nette sur le marché des émissions nouvelles.

La vogue enfin, des affaires de prospection et de finance, sous forme de puissants « investment trusts », est apparue également comme un facteur non-négligeable de l'activité du marché des capitaux à long terme.

Ces multiples sollicitations intérieures ont réduit d'autant les possibilités d'expansion financière de la Cité et la proportion des placements extérieurs a régulièrement diminué au cours de cette période (1).

(1) Elle a atteint 48 % en 1926 pour passer à 41,5 % en 1927 et à 29 % en 1928.

Possessions	1925	1926	1927	1928
britanniques	En £	En £	En £	En £
Fonds publics	30.699.200	31.866.300	55.697.200	40.233.000
Autres placements..	30.220.500	21.308.300	44.115.200	23.895.400
	60.919.700	53.174.600	99.812.400	64.128.400
Pays étrangers				
Fonds publics	Nihil	23.818.000	11.822.500	15.938.900
Autres placements..	16.276.500	24.614.600	26.647.500	26.377.600
	16.276.500	48.432.600	38.470.000	42.316.500
Total général.	77.196.200	101.607.200	138.282.400	106.444.900

Placements extérieurs sur la place de Londres de 1925 à 1926 (1).

L'exportation annuelle des capitaux, bien que s'étant élevée à près de 150 millions de livres sterling en 1927, apparaît en moyenne sensiblement moins considérable qu'avant la guerre.

L'orientation quasi-exclusive des disponibilités, par ailleurs, vers les territoires de l'Empire, s'affirmait de plus en plus ; et, au cours de la période envisagée dans ce paragraphe, les Dominions et les Colonies ont absorbé à eux seuls 70 % en moyenne des investissements outre-mer et 28 % de l'ensemble des placements. Le succès des émissions étrangères semblait désormais de plus en plus compromis sur le marché anglais, non seulement à cause de l'influence de la politique impérialiste, mais aussi en

(1) V. *The Economist*, numéro du 26 décembre 1931, p. 1225,

conséquence des difficultés croissantes des relations politiques européennes et de la crise de confiance qui s'ensuivait inévitablement.

Ces circonstances ne pouvaient que s'aggraver ultérieurement, alors que la dépression économique devait, dès 1929, généraliser ses effets à travers le monde et compromettre la situation financière des plus grands Etats.

SECTION V : 1929-1931. — L'INFLUENCE DES DIFFICULTÉS
ÉCONOMIQUES PRÉSENTES SUR LA POLITIQUE
DES PLACEMENTS EXTÉRIEURS

Le Royaume-Uni, pays de grandes spécialisations industrielles, souffrait depuis longtemps déjà, des effets de la surproduction générale. L'extension universelle de la crise, après la panique boursière d'octobre 1929, épilogue inévitable d'une période de spéculation intensive, a si profondément aggravé la situation économique de la Nation, que les dirigeants anglais ont dû récemment, après deux années d'efforts inutiles, procéder à des mesures monétaires dont la gravité est significative.

Les répercussions de la dépression mondiale se sont évidemment traduites sur le marché des capitaux par un ralentissement soudain et considérable des émissions nouvelles.

L'origine de cette régression est imputable au déclin de l'industrie métropolitaine, laquelle a, très rapidement, diminué dans de fortes proportions les demandes de disponibilités qu'elle avait si largement adressées à

l'épargne depuis la guerre. Ces difficultés d'ordre intérieur auraient pu être favorables à la politique des placements extérieurs. Mais les circonstances économiques générales n'étaient guère plus propices à une expansion nouvelle, et, bien qu'il n'y ait pas eu de déclin sensible en 1929 et en 1930, la Grande-Bretagne ne devait plus pouvoir, en 1931, avec la persistance de la crise, maintenir dans ce domaine, sa position antérieure.

Si l'on s'arrête d'abord aux chiffres afférents aux investissements métropolitains, on constate une chute importante du mouvement des émissions dès 1929. Encore est-il que ce recul n'a que très partiellement modifié les résultats d'ensemble de l'année, car ses effets ne se sont manifestés qu'au cours du deuxième semestre. Pendant les premiers mois, le courant des capitaux nouveaux a conservé un rythme normal. Mais en Juin, la baisse rapide de la plupart des titres sur toutes les places, puis en Octobre, la débâcle de New-York, furent autant de circonstances défavorables qui devaient porter une grave atteinte au lancement des emprunts et compromettre le succès de la majorité d'entre eux.

Royaume-Uni	1928	1929	1930	1931
	En £	En £	En £	En £
Fonds publics	83.861.000	65.400.000	65.640.000	10.700.000
Autres placements .	179.722.100	132.626.500	105.006.100	43.802.000
	263.583.100	197.026.500	170.646.100	54.502.000

Placements intérieurs sur la place de Londres de 1928 à 1931 (1).

(1) V. *The Economist*, n° du 26 décembre 1931,

Le précédent tableau révèle en ce qui concerne les émissions privées métropolitaines de 1929, une diminution d'environ 47 millions de livres sterling.

Les chiffres de 1930 et surtout de 1931, sont encore moins favorables.

En définitive, si l'on prend pour moyenne 100 l'indice des émissions en 1925 et 1927, et en faisant abstraction des fonds de gouvernement, on obtient, pour les exercices ultérieurs, les résultats ci-dessous :

1925-1927 :	100
1928 :	122
1929 :	95
1930 :	86
1931 :	25

Ce déclin d'activité sur le marché des capitaux, correspondant à la stagnation générale des entreprises, s'avérait irrésistible, et la baisse parallèle du taux de l'argent à court terme demeurait impuissante à l'enrayer.

D'autres signes encore ont traduit l'intensité de la crise industrielle. Comme autrefois en 1921, les valeurs à revenu fixe ont de nouveau bénéficié d'une faveur générale, au détriment des titres de caractère spéculatif, sur lesquels on avait fondé trop d'espoir les précédentes années.

Les prétentions des capitalistes quant au facteur sécurité, ne pouvaient en effet, que s'affirmer de plus en plus exclusives, en présence de la chute verticale des cours en bourse.

Les statistiques révèlent qu'en 1930, 85 %, et en 1931,

80 %, des émissions publiques ont pris la forme d'obligations ou d'actions préférentielles.

	1913	1927	1928	1929	1930	1931
	En £	En £	En £	En £	En £	En £
Obligations	139.920.400	228.958.000	212.817.900	137.670.300	227.618.500	74.835.600
Actions de préférences	22.955.600	36.836.800	45.002.600	31.543.400	15.548.800	6.911.800
Actions ordinaires .	33.661.300	89.371.400	111.177.600	116.017.600	245.933.000	20.296.800
	196.537.300	356.166.200	368.998.100	285.231.300	489.099.300	102.044.800

Nouvelles émissions sur la place de Londres (1).

Cet état d'esprit du public, on peut s'en rendre compte plus haut, devait aussi servir la cause des valeurs d'Etat ou des collectivités publiques ; et les émissions de cette nature ont, malgré la dépression générale, conservé leur importance antérieure.

La prudente réserve des épargnants trouve enfin une deuxième manifestation non moins significative, dans la constante augmentation, au cours de ces années de crise, des dépôts en banque à vue ou à court terme (2). Cette immobilisation toujours plus considérable des disponibilités traduit l'atmosphère de méfiance et d'expectative qui a gagné progressivement la plupart des peuples et qui persiste plus que jamais à l'heure actuelle.

Les banques, il est vrai, se sont, dans une certaine

(1) V. *The Economist*, *op. cit.*

(2) A la seule Midland Bank, les dépôts qui atteignaient 46,8 % en 1929, s'élevaient à 49,4 % au début de 1930 et à plus de 50 % à la fin de la même année.

mesure, substituées aux particuliers pour effectuer les placements à long terme. Elles furent d'autant plus obligées de le faire, qu'avec la dépression générale des affaires, l'utilisation des dépôts, sous forme d'avances ou autres procédés de crédit, devenait de plus en plus difficile. Les établissements financiers de la Cité se sont donc livrés à des achats de titres, mais ces acquisitions visaient essentiellement des fonds d'Etat ou de collectivités publiques, à l'exclusion de toutes autres valeurs présentant quelque caractère spéculatif.

Elles ne devaient plus pouvoir orienter non plus aussi largement que par le passé, les disponibilités de l'épargne nationale vers les débouchés extérieurs.

Possessions	1928	1929	1930	1931
britanniques	En £	En £	En £	En £
Fonds publics	40.223.000	26.366.100	49.081.300	30.571.600
Autres placements .	22.895.400	34.610.900	12.366.900	7.936.800
	63.118.400	60.977.000	61.448.200	38.508.400
Pays étrangers				
Fonds publics	15.938.100	3.650.000	21.330.000	1.740.000
Autres placements .	26.255.200	22.185.900	14.376.400	7.393.900
	42.376.600	35.835.900	35.706.400	9.133.900
Total général.	105.373.600	96.812.900	97.154.600	47.642.300

Placements extérieurs sur la place de Londres de 1928 à 1931 (1).

(1) V. *The Economist*, op. cit.

Si l'ensemble des investissements extérieurs atteint annuellement encore en 1929 et 1930, près de 100 millions de livres sterling, ils accusent en 1931 une régression soudaine et considérable dont les facteurs essentiels ont été les événements monétaires d'août dernier et les prohibitions d'exportation de capitaux qui en ont été la conséquence.

La crise mondiale ne pouvait que favoriser par ailleurs, l'orientation nouvelle de l'expansion financière britannique. Les Dominions et les Colonies sont devenus, sans plus de contestation possible, les principaux clients du marché de Londres. C'est ainsi qu'en 1929 ils ont absorbé 72 %, en 1930 68 % et en 1931, 86 % de l'ensemble des émissions extérieures.

Mais la supériorité des prêts accordés alors aux gouvernements locaux des Dominions et des possessions britanniques, sur ceux concédés aux entreprises privées de ces mêmes territoires, traduit aussi les difficultés industrielles et commerciales de l'Empire au cours de la crise mondiale.

L'expansion financière britannique a donc été profondément atteinte dans son ampleur et ses destinations, par les circonstances économiques contemporaines. Mais si l'on songe au caractère exceptionnel et forcément temporaire de ces dernières, il n'est guère possible de voir dans ce déclin une transformation définitive. Et, loin d'accuser la Cité d'une contraction volontaire du crédit extérieur, il faut plutôt reconnaître la valeur et l'audace de l'effort financier qu'elle a tenté de mainte-

nir, le plus longtemps possible, en dépit de conditions aussi particulièrement défavorables.

Depuis de nombreuses années déjà, la balance des comptes ne laissait plus de soldes suffisamment élevés pour permettre aux exportations de capitaux de conserver normalement leur importance antérieure.

	1927	1928	1929	1930	1931
	En millions de livres sterling				
Excédent des importations de marchandises et de lingots d'or.....	392	358	366	392	411
Excédent des paiements de l'Etat à l'étranger.....	—	—	—	—	—
	392	358	366	392	411
Excédent des recettes provenant de l'étranger au compte de l'Etat.....		15	24	28	16
Revenus de la marine nationale.....	140	130	130	105	80
Revenus nets des placements effectués dans les pays d'outre-mer	270	270	250 (270)	220 (235)	165
Recettes provenant d'intérêts à court terme et de commissions	63	65	65	55	30
Autres services	15	15	15	15	10
Total.....	488	495	(509) 489	(414) 431	301
Solde	+ 96	+ 137	+ 103 + (138)	+ 28 + 39	— 110
Nouvelles émissions extérieures sur le marché de Londres pendant l'année.....	139	149	94	109	102

Relevé de la balance des comptes de 1927 à 1930 (1).

(1) V. *The Economist*, n° du 20 février 1932, page 395.

L'épargne intérieure, diminuée par le niveau élevé de la vie et par les exigences fiscales des budgets de chômage, sollicitée d'autre part par le marché des émissions métropolitaines, ne pouvait non plus apporter aucune contribution à la politique des placements extérieurs.

Pour maintenir son prestige international dans le domaine des prêts à long terme, l'Angleterre a dû recourir aux disponibilités courantes du marché. On saisit par là la fragilité de l'expansion financière britannique de ces dernières années, entraînant une immobilisation lointaine de capitaux, au cours de circonstances économiques difficiles. La première crise de confiance, révélant une liquidité insuffisante, devait entraîner les conséquences monétaires les plus graves. Après la carence de ses principaux débiteurs européens à court terme, la Grande-Bretagne a dû, pour préserver une encaisse métallique sérieusement menacée, se résoudre à abandonner momentanément, en septembre dernier, l'étalon or.

Les effets immédiats de cette décision rappellent sans doute l'atmosphère créée quelques années auparavant par la préparation de la réforme de 1925. La mise à l'index officieuse des placements extérieurs gêne désormais l'exportation des capitaux ; mais, en faisant abstraction du phénomène d'évasion des disponibilités qui, sans plus attendre, corrige quelque peu le résultat de la prohibition, il est permis, envisageant un avenir plus lointain, de trouver dans la réforme récente, des indices favorables à la politique des placements outre-mer.

Dans la mesure où l'inconvertibilité de la livre sterling assurera à l'industrie britannique une destinée plus prospère, et à l'économie générale du pays la stabilité souhaitable, en réservant à la balance des comptes des soldes actifs plus considérables, elle servira aussi, lui offrant une base de réalisation désormais solide, la cause de l'expansion financière.

CHAPITRE QUATRE

Importance actuelle de la fortune extérieure britannique

Après une analyse qui a permis de dégager l'évolution de la politique anglaise des placements outre-mer, il semble indispensable de présenter, à l'aide d'indications purement statiques, un bilan actuel de la fortune extérieure britannique.

Cette précision paraît d'autant plus nécessaire que les transformations signalées au cours des précédents développements, manifestant un déclin très net des mouvements d'exportation de capitaux, laisseraient supposer que l'Angleterre a définitivement perdu le rang primordial qu'elle détenait autrefois parmi les grands pays capitalistes. Si pourtant, la Grande-Bretagne est sérieusement concurrencée maintenant dans ce domaine, les avoirs extérieurs britanniques n'en constituent pas moins encore une des fortunes les plus considérables qu'un peuple puisse se flatter d'avoir accumulée à l'étranger.

Afin d'en donner l'évaluation la plus approchante, il nous a paru profitable de recourir ici à une enquête

effectuée par Sir Robert Kindersley en 1928 (1), et qui a le mérite de tenir compte des nombreux éléments dont les statistiques officielles d'émissions de valeurs mobilières, ne peuvent faire état.

A la fin de 1929, les placements extérieurs britanniques étaient, d'après ces renseignements, répartis de la sorte et correspondaient aux chiffres suivants :

	Capitaux	Revenus	Rembour- sements
	(En milliers de livres sterling)		
1. Titres de gouvernements et de corporations étrangères	1.412.425	64.661	30.425
2. Compagnies enregistrées dans le Royaume-Uni et exerçant à l'étranger.....	1.186.811	85.983	8.488
3. Compagnies enregistrées à l'étranger et y exerçant	1.186.811	85.983	8.488
Total.....	3.786.047	236.627	37.401

Il est encore certains investissements qui échappent à cette analyse pourtant très détaillée, mais pour lesquels on ne peut que fournir une évaluation globale très approximative. Il s'agit des valeurs non cotées sur le Stock Exchange de Londres et détenues en Angleterre, des titres au porteur émis par des gouvernements et des corporations étrangères ou coloniales, en la possession de capitalistes britanniques et dont les coupons sont encaissés à l'étranger par ceux-ci, des placements appartenant au groupe n° 3 et existant aux noms de personnes

(1) V. « Memorandum sur les balances des paiements et le commerce international ». S. D. N., 1927-1929, p. 195.

étrangères, des valeurs enfin de toutes sortes, détenues à titre individuel.

D'après Sir Robert Kindersley, il faudrait ajouter 300 millions de livres sterling pour cet ensemble d'investissements. On aurait dès lors, le tableau suivant :

	Capitaux en milliers de livres sterling
I. Gouvernements et corporations étrangères.	1.412.425
II. Compagnies enregistrées dans le Royaume- Uni et exerçant à l'étranger.....	1.186.811
III. Compagnies enregistrées à l'étranger et y exerçant	838.788
Total.....	3.438.024

Enfin, les placements effectués par d'autres procédés que les achats de titres, peuvent être estimés à 500 millions de livres sterling environ (1). On arrive donc à un résultat d'ensemble de plus de 4 milliards de livres sterling. Les derniers événements monétaires interdisent d'attribuer à la devise britannique une valeur définitive, mais en fixant celle-ci à 100 francs environ, la fortune anglaise actuelle représente 400 milliards de francs, chiffre dont l'importance rappelle sensiblement les évaluations d'avant-guerre qui oscillaient entre 80 et 100 milliards de francs Germinal.

La Grande-Bretagne détient par conséquent toujours

(1) D'après *The Economist*, n° du 25 octobre 1930.

la puissance financière qu'en dépit d'événements contraires, elle s'est efforcée de conserver.

Les revenus qu'elle tire annuellement de ses placements outre-mer, confirment d'ailleurs cette réalité.

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931 (1)
En millions de livres sterling							
220	250	270	270	270	270	235	165

Les intérêts annuels, obtenus de l'extérieur, conservent dans la balance générale des comptes, l'importance qu'ils avaient déjà avant la guerre.

Les transformations sont certainement plus considérables quant à la répartition géographique des capitaux britanniques. Nous avons, précédemment déjà, esquissé les grandes lignes de cette évolution. Les renseignements ci-dessous ont pour but de les préciser.

(1) V. *The Economist*, n° du 20 février 1932.

	Capital actions		Capital obligations	
	Montant (en millions) de livres)	Proportion des capitaux détenus par personnes résidant en Grande- Bretagne	Montant (en millions) de livres)	Proportion des capitaux détenus par personnes résidant en Grande- Bretagne
Canada et Terre-Neuve.....	164,8	52,6 %	226,6	80,5 %
Australie et Nouvelle-Zélande.....	11,9	20,9 %	4	63,8 %
Afrique du Sud.....	46,2	51,9 %	7,6	74,6 %
Inde et Ceylan.....	4,7	45,2 %	5,3	91,8 %
Autres possessions	32,5	78,4 %	7,9	63,2 %
Total pour l'Empire britannique...	260,1	50,9 %	251,4	82,7 %
Etats-Unis	28,9	1,5 %	26	21,8 %
Amérique latine	51,9	46,3 %	66,5	49,1 %
Europe	54,8	43,6 %	155,6	37,5 %
Asie et Afrique.....	26,1	78,6 %	30,6	99 %
Total pour les pays étrangers.....	161,7	—	278,7	—
Total mondial	421,8	15,5 %	530,16	—

A ces chiffres, il convient d'ajouter les indications afférentes aux placements en fonds publics dans les Dominions et les pays étrangers.

	En livres sterling
Colonies et Dominions :	
Gouvernements centraux	944.497.000
Gouvernements locaux	91.453.000
Pays étrangers :	
Gouvernements centraux	324.008.000
Gouvernements locaux	40.491.000
Total	1.400.339.000

Il apparaît ainsi, que les « Colonies » financières de l'Angleterre se trouvent précisément dans ses Dominions et dans les Pays d'Asie et d'Afrique, dans lesquels elle exerce une suprématie capitaliste incontestable. Elle semble, par contre, abandonner de plus en plus à l'expansion américaine les territoires de l'Amérique latine, de l'Europe et même du Canada.

Cette transformation géographique ne s'étant pas réalisée malgré tout au détriment de l'ampleur des capitaux exportés, la Grande-Bretagne demeure, croyons-nous, le premier pays capitaliste du monde. Si, numériquement, elle ne surpasse plus peut-être dans cette voie son rival direct, les Etats-Unis, elle conserve néanmoins sur ces derniers, une priorité d'influence due à l'expérience et aux qualités traditionnelles de sa politique d'expansion.

La fortune extérieure britannique n'est pas seulement, en effet, considérable, elle constitue en outre, un des éléments les plus sûrs de l'équilibre économique de l'Angleterre.

CHAPITRE CINQ

La politique financière britannique à l'épreuve des faits

L'activité financière de la Cité, malgré les si nombreuses difficultés qu'elle a pu rencontrer en ces dernières années, apparaît toujours une véritable industrie nationale et est susceptible de contribuer encore à la prospérité générale du pays.

Sous un premier aspect, son utilité s'exprime directement par les revenus importants qu'elle procure à l'économie anglaise. C'est d'abord le rôle monétaire et commercial de la Cité qui est à l'origine de profits considérables. Une enquête du « Board of Trade » (1) a établi qu'en 1928, les bénéfices provenant du marché de Londres, en tant que centre financier international, se sont élevés à 65 millions de livres sterling sur les 199 millions que constituaient les excédents en faveur du Royaume-Uni.

Mais la politique des placements extérieurs, corollaire

(1) V. *L'Information*, n° du 6 février 1930 : Le Rôle de la place financière de Londres dans l'Empire britannique.

financier de cette prééminence monétaire, procure des revenus plus considérables encore. Les intérêts annuels dus aux investissements outre-mer, représentent en effet, on l'a vu, plus de 260 millions de livres sterling en moyenne et c'est particulièrement dans le cadre de l'économie générale de la Nation, que cette importance paraît significative.

Malgré les déficits de plus en plus accentués du commerce extérieur, les revenus de ces investissements ont longtemps contribué à assurer à la balance des comptes de larges soldes créditeurs. Au cours des difficultés présentes, ils apparaissent comme un facteur essentiel d'équilibre et rien ne pourra mieux, dans les heures à venir, maintenir la solidité du crédit de l'Angleterre, que le prestige de sa fortune extérieure.

Les avantages économiques, qui découlent d'une manière plus indirecte de l'expansion financière britannique, ne sont pas moins certains. Ils répondent à l'esprit qui de tous temps a dirigé le capitalisme anglais, et que M. Siegfried a su dégager dans les termes suivants (1) : « Lorsqu'elle place de l'argent à l'étranger, l'Angleterre agit comme un commanditaire, soucieux surtout de développer une richesse qui, directement ou indirectement, alimentera son commerce d'exportation ou son activité comme transporteur mondial... Le but réel est de mettre à la disposition de l'emprunteur, un crédit avec lequel celui-ci se procurera, dans les pays prêteurs, le fer, le ciment, les rails, locomotives, machi-

(1) V. André Siegfried, *L'Angleterre d'aujourd'hui*, p. 138.

nes, dont il peut avoir besoin dans un but de mise en valeur. Le moment venu, l'acquisition de cet outillage produit chez le commandité une demande d'œuvre et aboutit à une production accrue, expression véritable d'une plus grande richesse. A l'étape suivante, la naissance d'une balance créditrice, résultat du surplus de production réalisée, permet soit le paiement des intérêts de l'emprunt, soit l'importation d'articles manufacturés, pour lesquels la prospérité a créé un débouché... »

En bref, le capitaliste britannique a su toujours réaliser à son profit la mise en œuvre des pays neufs, donnant ainsi à l'épargne une destination naturelle et fructueuse. Cette politique s'est traduite par le développement particulièrement accusé des investissements extérieurs de caractère commercial, ainsi que par l'importance des placements dans les territoires extra-européens. Bien que les chiffres présents soient moins favorables à cet égard, que ceux d'avant-guerre, l'ensemble des capitaux placés dans des Sociétés étrangères ou dans des entreprises nationales travaillant à l'étranger, représentait encore en 1928, 60 % de la fortune britannique d'outre-mer (1). C'est là une proportion qui n'a jamais été atteinte ni en France ni aux Etats-Unis.

L'orientation géographique des disponibilités n'est pas moins significative. La commandite britannique a conservé ses principaux débouchés d'autrefois en Asie, en Afrique et en Amérique du Sud, et, pour s'être spécialement intéressée, sous l'influence des préoccupations

(1) V. Enquête de Sir Robert Kindersley, *op. cit.*,

impérialistes d'après-guerre, au financement des Dominions, la politique de la Cité n'a rien perdu de sa portée économique et de son caractère hautement utilitaire. C'est en effet, désormais, dans ses territoires d'outre-mer surtout, que l'Angleterre peut vendre sa production industrielle. Sans doute la crise actuelle et l'évolution économique rapide de certaines dépendances britanniques, qui apparaissent maintenant comme de véritables concurrents, n'ont pas manqué de compromettre quelque peu le succès de cette « colonisation » financière. Il n'en reste pas moins que l'expansion capitaliste, favorisant la réalisation de liens économiques puissants, ne peut qu'être précieuse à l'unité et à la solidité de l'Empire, en dépit des graves scissions morales et politiques de l'heure présente. Mais si l'intérêt national des placements extérieurs semble, dès lors, incontestable, leur utilité n'est pas moins certaine dans le cadre plus général des relations économiques entre peuples. Destination naturelle des excédents de la balance des comptes, ces investissements permettent le rétablissement, dans la répartition des capitaux, d'un équilibre indispensable. Il serait souhaitable que les grandes puissances créancières, suivent toutes, à cet égard, l'exemple de la politique anglaise ; mais il leur faudrait se préserver toutefois, des abus et des imprudences auxquels se sont laissés aller les financiers de la Cité et qui sont certainement partiellement à l'origine des graves difficultés actuelles de la Grande-Bretagne.

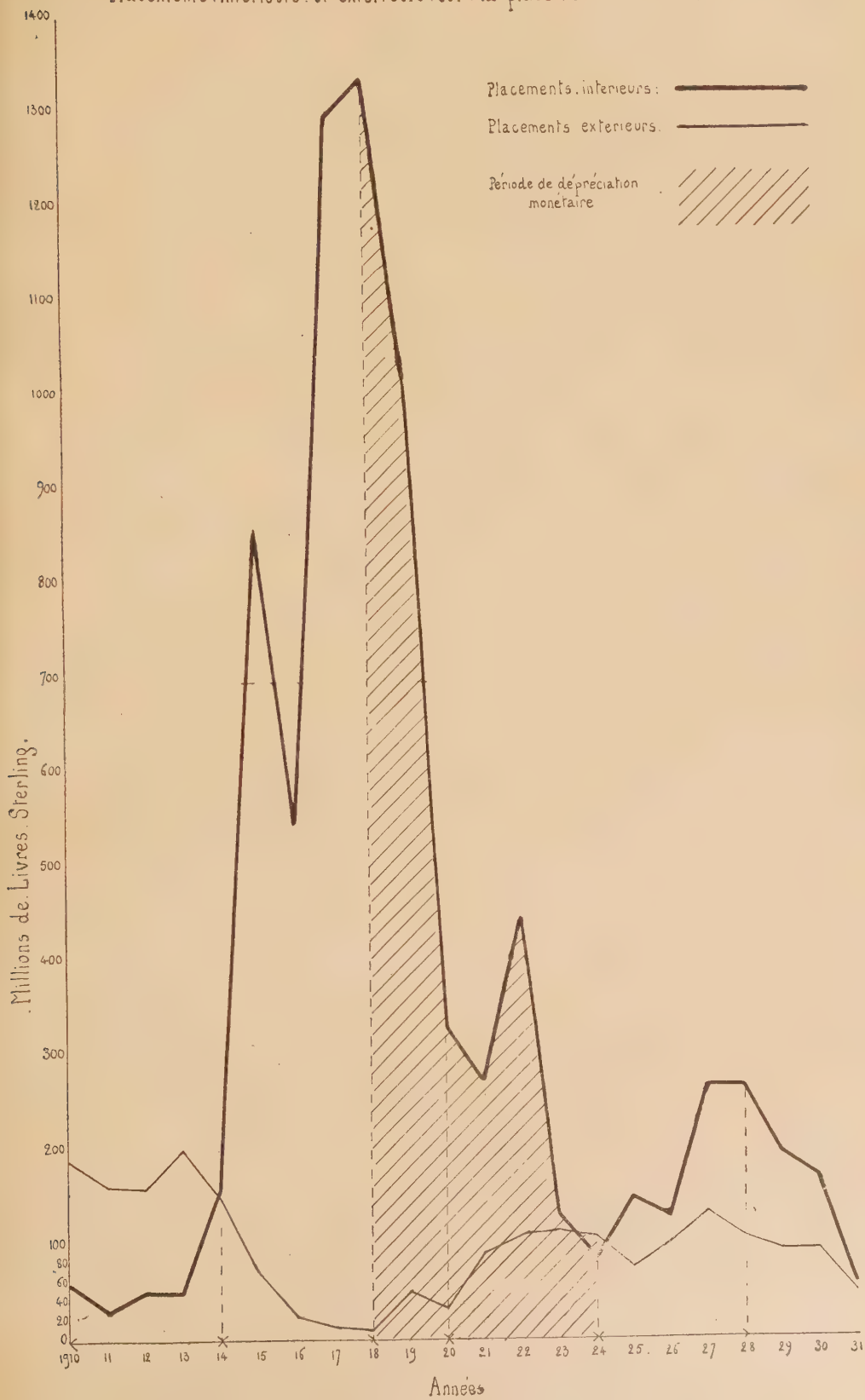
L'émigration annuelle des disponibilités était, avant la guerre, très légèrement inférieure et parfois même supé-

rieure à l'importance du solde favorable de la balance des comptes. Le rayonnement financier du pays trouvait dès lors, une base aussi solide que réelle, dans le développement normal de la richesse nationale. Or, nous avons vu précédemment qu'au lendemain de l'armistice, l'Angleterre s'est appliquée à redonner à son activité financière extérieure, la puissance et le prestige d'antan. Cette ambition, qui a pu paraître parfois bien téméraire, a conduit tant à la restauration monétaire de 1925 qu'à une reprise, relativement importante, de la politique des placements extérieurs. Cette dernière aboutissait à de larges et lointaines immobilisations de capitaux, en même temps qu'au développement des prêts à court terme dans les différents Etats européens.

Or, la situation économique de l'Angleterre s'était considérablement modifiée. Les soldes favorables de la balance des comptes, n'ont cessé de décroître depuis la guerre et l'expansion financière britannique est devenue dès lors, surtout à partir de 1927, singulièrement précaire. L'émigration des disponibilités nationales, dépasse, à cette époque, de 40 millions de livres sterling, les exportations visibles et invisibles. La différence apparaît moins sensible en 1928, mais, en 1930, en pleine crise économique, elle atteint 70 millions de livres sterling (1).

(1) Si l'on se reporte au relevé de la balance des comptes pendant les huit dernières années, on constate que l'Angleterre a placé 285 millions de Livres de plus que ne le permettaient les excédents de la balance, soit 3 millions 500 mille livres sterling par an environ. Il faut tenir compte en outre, des placements à long terme effectués en dehors des émissions de valeurs mobilières, difficiles à évaluer

Placements intérieurs et extérieurs sur la place de Londres.



TITRE SECOND

Les investissements industriels en Allemagne

CHAPITRE PREMIER

Les placements à long terme en Allemagne avant la guerre

Il est difficile de dégager, dans l'orientation des capitaux allemands avant la guerre, une tendance prédominante aussi nettement accusée que la politique d'expansion financière britannique. Le marché des placements à long terme du Reich, quoique reflétant inévitablement l'économie caractéristique du pays, se présentait autrefois sous un aspect quelque peu plus complexe. Les émissions de valeurs mobilières, par ailleurs, semblent avoir été, par rapport à l'épargne annuelle, légèrement moins importantes qu'en Angleterre. Des évaluations faites par M. Georges Paish et par M. Hellferich (1),

(1) V. Bellet, *Comment payer les frais de la guerre*, p. 38 et suiv,

quoique très approximatives, permettent de penser que les sommes épargnées chaque année dans les deux Nations, et disponibles pour de nouveaux investissements, étaient d'un montant sensiblement égal et atteignaient respectivement une dizaine de milliards. C'est tout au moins le chiffre que l'on peut adopter pour les quatre dernières années de paix. Or, en 1910, 1911, 1912 et 1913, les émissions de valeurs mobilières ont été, en Angleterre, en moyenne, de 228.556.250 livres sterling ou de 5.713.905.000 francs, soit un peu plus de 57 % des revenus disponibles. Parallèlement en Allemagne, la moyenne de ces placements s'est élevée à 3 milliards 480 millions 750 mille marks ou 4.350.937.500 francs, soit un pourcentage de 43 % (1). L'écart entré les deux proportions n'est sans doute pas très considérable, mais il paraît toutefois suffisant pour nous inciter, après avoir étudié l'importance des émissions de valeurs mobilières, à rechercher les débouchés à long terme qui s'offraient encore aux capitaux allemands.

La période d'avant-guerre a été marquée en Allemagne d'une fiévreuse activité. Cette dernière se manifestait sans doute sous deux aspects différents, mais qui n'en étaient pas moins fortement solidaires : un Étatisme puissant et de plus en plus prépondérant, dont les exigences financières étaient accrues par la préparation intensive de la guerre ; un développement industriel remarquable, qui, par une autre voie, était également destiné à la conquête des marchés Européens.

(1) V. Neymark, *Rapport sur la statistique internationale des valeurs mobilières*, La Haye, 1911, p. 26 et suiv.

Ces deux mouvements essentiels ne pouvaient manquer d'exercer leur influence sur l'orientation des capitaux, mais ils n'ont pu, malgré leur prépondérance, s'opposer à une expansion financière relativement importante.

La progression des emprunts publics allemands, depuis le début du siècle, a été considérable (1). La dette publique générale d'abord, s'est élevée, depuis 1901, de 13 milliards 112 millions de marks à 19 milliards 281 millions de marks en 1910, soit 6 milliards 173 millions de marks d'augmentation. De 1910 à 1913, elle s'est encore accrue de 1541 millions de marks, soit au total, de 7 milliards 714 millions de marks ou 9 milliards 663 millions de francs.

La répartition de cet ensemble entre l'Empire Allemand et les Etats particuliers, s'établit, de 1901 à 1910, de la manière suivante :

	1901	1906	1907	1908	1909	1910
	En millions de marks					
Empire allemand ..	2.315,6	3.383,5	3.643,5	3.643,5	3.893,5	4.556,6
Etats particuliers ..	10.796,7	12.207,1	12.742,4	12.929,6	13.679,4	14.728,7
	<u>13.112,3</u>	<u>15.590,6</u>	<u>16.385,9</u>	<u>16.573,1</u>	<u>17.572,9</u>	<u>19.285,3</u>

Progression de la dette publique générale de 1901 à 1910.

Les emprunts locaux de leur côté, ont régulièrement augmenté : de 1195 millions de marks, de 1901 à 1905, et de 1942 millions de marks, de 1906 à 1910, soit, pen-

(1) V. Neymark, *op. cit.*

dant ces neuf années, 3 milliards 137 millions de marks d'augmentation.

Le crédit public était ainsi arrivé à absorber, dans la période 1906-1910, près de 50 % des émissions intérieures.

	1896-1900	1901-1905	1906-1910	1911
Crédit public	En millions de marks			
Emprunts d'Etat	838	2.125	4.131	238
Emprunts des Villes.....	841	1.195	1.942	303
	1.679	3.320	6.073	541
Valeurs intérieures	8.216	8.339	12.615	2.220
Valeurs étrangères	2.920	2.147	1.497	459

Un tel développement ne paraît pas surprenant si l'on songe aux charges très lourdes qui pesaient sur les collectivités allemandes. Le luxe d'une législation sociale très avancée, les progrès constants de l'urbanisme, l'importance croissante des dépenses militaires, la gestion onéreuse des réseaux ferroviaires, sont autant de causes qui expliquent le caractère régulièrement déficitaire des budgets de cette époque et l'appel incessant de ces derniers aux disponibilités des marchés financiers.

L'épargne allemande devait, par ailleurs, répondre aux sollicitations non moins pressantes de l'industrie nationale, pièce maîtresse de l'organisation économique du Reich, depuis la transformation définitive réalisée à la fin du siècle dernier.

Les chiffres indiquent en effet, que l'importance du crédit industriel (1) ne le cédait, sur le marché des titres, qu'à celle des émissions de fonds publics.

	1896-1900	1901-1905	1906-1910	1911	1912
	En millions de marks				
Crédit public	1.679	3.320	6.073	541	998
Crédit foncier	1.879	2.262	2.588	621	300
Crédit industriel					
Obligations industrielles.	497	642	1.080	313	397
Actions	849,5	1.456	2.921	334	466
Actions de banque.....	1.303	561	858	157	105
Total général....	6.207,5	8.241	13.498	1.966	2.266

Les émissions de l'industrie et des banques représentaient donc un pourcentage moyen de 30 % sur l'ensemble des placements (2).

Les placements extérieurs n'ont connu cette proportion qu'au début du siècle. En 1902, du fait de l'introduction sur le marché allemand d'emprunts russes très importants, ils représentaient sur un total de 3 milliards 386 millions de marks, 1 milliard 53 millions de marks, soit tout près de 30 % (3). Ce développement avait d'ailleurs provoqué de sérieuses réactions nationalistes

(1) V. Neymark, *op. cit.*

(2) Encore est-il que la seule lecture de ces chiffres ne donne pas une idée véritable de l'ampleur des investissements industriels. Comme nous l'exposons plus loin, les entreprises allemandes trouvaient d'autres ressources du fait des relations étroites qui unissaient l'industrie et la banque.

(3) V. Neymark, *op. cit.*

et l'opinion publique avait manifesté ses craintes de voir le marché des émissions submergé par les valeurs étrangères. Appréhensions inutiles car, à partir de 1903, les placements extérieurs ont accusé des proportions beaucoup plus faibles ; le minimum a été atteint en 1907, lors de la violente crise américaine. Sur 3 milliards 162 millions de marks, les investissements à l'étranger se sont alors élevés à 168 millions seulement, soit 5 % de l'ensemble des émissions. Les chiffres progressent très légèrement par la suite et la proportion passe à 5,6 % en 1908, 14,9 % en 1909, 15 % en 1910, 18 % en 1911 et 9 % en 1912.

Alors que de 1906 à 1910, les émissions de valeurs allemandes augmentaient de 7 milliards 549 millions de marks, les introductions de valeurs étrangères en effet, sont restées à peu près stationnaires et c'est bien là une évolution que précise le tableau suivant :

Années	Valeurs allemandes	Valeurs étrangères	Total	Proportion des valeurs étrangères
	En millions de marks			
	8.339			
1901-1905	12.615	2.147	10.486	20 %
1906-1910	4.216	1.497	14.112	10 %
1911-1912		699	5.710	11,1 %

Emissions intérieures et placements extérieurs de 1901 à 1912.

A la fin de cette période, le portefeuille de valeurs étrangères du Reich, était évalué à 25 milliards 300 millions de marks, soit une trentaine de milliards de francs or, chiffre bien inférieur à celui auquel s'élevait la for-

tune extérieure anglaise à semblable époque. L'orientation, donnée aux capitaux allemands ainsi exportés, ne rappelait en rien non plus la répartition géographique des disponibilités britanniques à travers le monde, et la différence n'est guère à l'avantage de la politique financière allemande d'avant-guerre.

	Montant des capitaux investis en francs or	Proportion
Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada)	4.700.000.000	16 %
Amérique latine	4.700.000.000	16 %
Russie	2.350.000.000	8 %
Turquie et Pays Balkaniques.....	4.406.250.000	15 %
Autres Pays Européens.....	9.106.250.000	31 %
Extrême-Orient	1.175.000.000	4 %
Colonies Allemandes.....	2.643.750.000	9 %
Reste du Monde.....	293.750.000	1 %

Répartition géographique de la fortune extérieure allemande.

Pour avoir moins souffert de la faillite russe, le portefeuille allemand n'en a pas moins été, tout comme les avoirs français, fortement atteint par les événements européens, notamment la dévalorisation des créances à l'égard de la Turquie et des Etats Balkaniques, qui représentaient 15 % de l'ensemble de la fortune extérieure.

L'orientation assez importante des capitaux allemands vers les deux Amériques, est certainement par contre, moins critiquable. On ne peut non plus passer sous silence les investissements coloniaux qui atteignaient 9 % du total et paraissaient bien correspondre aux possi-

bilités économiques d'un domaine colonial quelque peu effacé.

Les 30 milliards de francs répartis de la sorte, à l'étranger, représentaient un peu moins du tiers du portefeuille national de valeurs mobilières, estimé par M. Neymark à la veille du conflit mondial, à 95 milliards de francs environ (1).

Mais ces chiffres, n'ayant trait qu'aux titres étrangers introduits en Allemagne, ne traduisent qu'imparfaitement l'importance de l'expansion financière du Reich. Pour être moins directement saisissables, les exportations de capitaux réalisées sous d'autres formes n'en étaient pas moins considérables, et rien n'atteste mieux de leur ampleur que la création et l'extension, à travers le monde, d'entreprises industrielles et commerciales dont l'organisation et l'appellation révélaient suffisamment l'origine germanique. Cette forme de commandite financière directe paraît, en effet, un aspect caractéristique de l'activité économique allemande, aussi bien en deçà qu'au delà des frontières. Mais elle ne se prête malheureusement, lorsqu'on veut en évaluer l'importance, qu'à de simples approximations.

Il fut tenté, en 1911, une large enquête (2) qui n'englobait cependant pas les Etats-Unis où il n'avait pu être établi de statistiques. D'après ces recherches, les capitaux placés dans des commandites d'entreprises allemandes, s'élevaient en 1904 à 11 milliards 250 millions de francs.

(1) V. Bellet, *op. cit.*, pp. 38 et suiv.

(2) V. Bellet, *op. cit.*

Un rapport de l'attaché de France à Pétrograd signalait, d'autre part, le développement remarquable que les sociétés allemandes avaient pris, notamment en Russie. Leur activité s'exerçait dans l'industrie chimique, l'industrie électrique et métallurgique, ainsi que dans la construction métallique. L'ensemble des capitaux qu'elles avaient utilisés atteignait 250 millions de roubles environ, soit 525 millions de francs.

Les chiffres ne sont pas moins éloquents dans le domaine bancaire. Les travaux de Sir Francis Oppenheimer permettent de penser qu'un groupe de trente banques, établi hors des frontières, desservait les pays les plus divers et mettait en œuvre un capital de 270 millions de marks ou 337 millions de francs. Encore est-il que ces chiffres ne tenaient pas compte de l'activité des établissements de crédit ayant des succursales étrangères, ainsi que des participations plus ou moins occultes du capital allemand à de nombreuses banques étrangères.

A défaut de précisions plus rigoureuses, il semble possible, d'après ces indications, afin d'avoir une idée plus approchante de la fortune extérieure du Reich, d'ajouter aux 30 milliards de francs de valeurs mobilières, signalées plus haut, une dizaine de milliards au moins correspondant à l'expansion directe de l'entreprise allemande à l'étranger.

Une rectification semblable s'impose quant à l'importance des investissements privés intérieurs. Le rôle de l'industrie sur le marché des émissions était certes de premier plan ; mais il aurait accusé une prépondérance

plus nette encore si les grandes banques allemandes n'avaient pu, par d'autres procédés, répondre aux exigences financières véritables des entreprises nationales. Il paraît utile ici, de faire allusion à l'intimité des relations qui unissent au Reich l'industrie et l'organisation bancaires, car cette collaboration étroite a conservé toute son actualité après la guerre et elle permet d'expliquer à la fois le caractère et les difficultés présentes de l'économie allemande.

La division du travail n'a jamais été réalisée en Allemagne dans le domaine bancaire, comme dans les autres pays, notamment en Angleterre. Malgré tous les dangers qu'elle présentait, cette confusion volontaire d'attributions n'en a pas moins contribué à l'étonnante expansion de l'industrie allemande.

Les liens entre la banque et l'entreprise se nouent au sein du Conseil d'administration, grâce à l'identité des personnages les plus influents. Ils se traduisent en outre, par l'autorité prépondérante de l'établissement de crédit sur l'assemblée des actionnaires de la société industrielle. La banque obtient en effet, la majorité, non seulement grâce aux actions lui appartenant en propre, mais encore à l'aide des titres de ses clients, déposés dans ses caisses ou dans celles des banques affiliées (1).

(1) C'est ainsi qu'avant la guerre la Deutsche Bank dirigeait les conseils de 134 sociétés ; la Diskonto Gesellschaft surveillait de la même manière 114 entreprises ; la Dresdner Bank et la Schaffhauser Bank 112 chacune ; la Berliner Handels-Gesellschaft et la Bank Fur Handel Und Industrie contrôlaient de leur côté, 101 sociétés. V. Gabriel Delamotte : *Le marché financier allemand*, Conférences faites à l'école des Sciences Politiques, année 1912, pp. 250 et 251.

Les conséquences financières de ces étroites relations sont, quant à certaines opérations qui ne sortent pas du cadre de l'activité bancaire ordinaire, des plus normales. Comme partout ailleurs, les établissements allemands cités plus haut, effectuent la mise en portefeuille d'actions industrielles et se chargent du placement d'actions et obligations de même nature. Mais ils procèdent aussi, particularité essentielle de leur rôle, à des ouvertures de crédit au profit des industries avec lesquelles ils sont en liaison. Il n'est pas nécessaire de souligner ici le danger pour des banques de dépôt, d'effectuer à leurs risques des investissements durables avec les capitaux qui leur sont confiés à court terme. L'industrie allemande trouvait en tous cas, en dehors du marché des émissions, d'abondantes ressources auprès des grands établissements de crédit dont l'ampleur est suffisamment indiquée par l'activité des banques allemandes. Les capitaux administrés par l'ensemble de ces dernières, s'élevaient en 1890 à 3 milliards 150 millions de marks. Ils atteignaient en 1910 15 milliards 15 millions de marks, soit plus de 18 milliards de francs. Il est difficile de préciser la part qui, sur ces sommes, avait contribué au développement des entreprises nationales ; on peut, tout au moins, en apprécier la valeur aux résultats obtenus par l'industrie allemande à la veille de la guerre (1). De 1886 à 1911, la production de houille a progressé de 218 % et cette proportion n'a été parallè-

(1) V. Forces économiques de l'Allemagne (Dresdner Bank) : *La situation financière de l'Allemagne*, n° du 1^{er} janvier 1913.

lement dépassée qu'aux Etats-Unis ; pour le fer, l'augmentation a été plus rapide encore : de 3 millions 500 mille tonnes en 1886, la production est passée à 15 millions 500 mille tonnes en 1911, soit 341 % d'augmentation. La production de l'acier s'élevait, à la même date, à 13 millions 700 mille tonnes, soit le double de la production britannique.

Ce remarquable développement assurait presque l'équilibre de la balance commerciale. L'année 1913 n'accuse, en effet, qu'un très léger solde débiteur de 56 millions de marks, soit 70 millions de francs. Cette prospérité industrielle avait fait de l'Allemagne au cours des années de paix, une des premières puissances économiques du Monde. Elle devait trouver dans la guerre une destination sans doute moins heureuse, mais qui n'est pas étrangère en tous cas, à l'extraordinaire vitalité dont la nation allemande a fait preuve durant les hostilités.

CHAPITRE DEUXIEME

Le rôle de l'épargne dans la conduite de la guerre

Pour assumer les dépenses considérables engagées dans le conflit mondial, il n'était pas superflu de faire appel en Allemagne à toutes les ressources financières du pays. Mais un ensemble de circonstances nouvelles devaient favoriser cette concentration nationale des capitaux. Les mesures de prohibition d'une part, nécessitées par les besoins croissants du marché intérieur, la rupture d'un autre côté de tout lien économique avec les principales puissances européennes, ne pouvaient manquer, en effet, de mettre fin à l'exportation officielle des disponibilités nationales, d'autant plus aisément que le phénomène d'évasion des capitaux n'a pas pris, au cours même de la guerre, une importance considérable.

Si ce n'est par la rigueur de sa politique fiscale, l'Etat a su tout au moins en recourant aux emprunts, mobiliser à son profit les revenus intérieurs ainsi accrus. Les premiers succès des émissions de fonds publics, paraissent dus à l'influence du sentiment patriotique national ainsi qu'au développement des divers procédés de crédit qui ont facilité les opérations techniques de versements.

Le tableau suivant (1) indique les différentes émissions de fonds publics de 1914 à 1918 et en révèle l'importance.

		En millions de marks
1 ^{er} emprunt.....	Septembre 1914	4.460
2 ^e —	Férier-mars 1915	9.060
3 ^e —	Septembre 1915	12.101
4 ^e —	Mars 1916	10.712
5 ^e —	Septembre-octobre 1916 .	10.652
6 ^e —	Mars-avril 1917	12.978
7 ^e —	Septembre-octobre 1917 .	12.457
8 ^e —	Mars-avril 1918	12.766
9 ^e —	Septembre-octobre 1918 .	10.433

Montant des souscriptions de fonds publics de 1914 à 1918.

L'intervention des caisses d'épargne et des banques a d'ailleurs joué, dans le mécanisme de ces emprunts, un rôle primordial. Ce dernier a consisté, en dehors de la simple transmission de la souscription des banques et de celles de leurs clients, à faciliter les contributions et les versements des nationaux qui ne disposaient pas immédiatement des moyens nécessaires (2).

(1) V. Rist : *Finances de guerre de l'Allemagne*, pp. 64 et suiv.

(2)		En millions de marks	
Caisses d'épargne :		Banques :	
1 ^{er} emprunt	883	1 ^{er} emprunt	2.895
2 ^e —	1.975	2 ^e —	5.992
3 ^e —	2.877	3 ^e —	7.391
4 ^e —	2.727	4 ^e —	6.165
5 ^e —	2.567	5 ^e —	6.081
6 ^e —	3.202	6 ^e —	7.545
7 ^e —	3.199	7 ^e —	6.946
8 ^e —	3.778	8 ^e —	8.206
9 ^e —	3.302	9 ^e —	5.344

Souscriptions réalisées par l'intermédiaire des caisses d'épargne et des banques.

L'utilité des caisses de prêts créées au début de la guerre semble avoir été, à cet égard, moins immédiate. Les chiffres cependant, expriment mal la portée de leur action et celle-ci s'est manifestée surtout dans l'aide apportée aux banques et aux caisses d'épargne elles-mêmes (1).

Malgré l'influence favorable de ces différents organismes, l'augmentation excessive des émissions de fonds publics, la persistance du conflit, ne pouvaient que compromettre, avec les années, le crédit de l'Etat et la réalisation des emprunts est devenue, de la sorte, progressivement plus difficile. Les procédés qui, par ailleurs consistaient à consolider régulièrement les bons du trésor antérieurement lancés sur le marché, ne faisaient plus illusion et aggravaient encore l'impression d'insécurité générale. En 1918 déjà, la diminution des souscriptions aux emprunts publics, apparaît très sensible, et au lendemain de l'armistice, le crédit intérieur du Reich devait être plus sérieusement ébranlé encore.

Les revenus nationaux n'ont pourtant parallèlement accusé aucune régression et rien ne le prouve plus sûrement que l'augmentation des émissions privées intérieures du fait du discrédit des fonds publics.

(1) Souscriptions réalisées par l'intermédiaire des caisses de prêts.

En millions de marks

1 ^{er} emprunt		710	6 ^e emprunt		277
2 ^e —		521	7 ^e —		46
3 ^e —		590	8 ^e —		145
4 ^e —		139	9 ^e —		400
5 ^e —		38			

En millions de marks

1913	1.442,8	1917	1.347,
1914	1.112,2	1918	1.492,7
1915	510,2	1919	2.264,1
1916	625,8		

Actions émises en Allemagne (1).

Sans doute ces chiffres, comme les précédents, sont-ils artificiellement grossis par l'inflation qui a pris en Allemagne, dès la guerre, une importance inquiétante. Mais on peut déceler l'accroissement réel des emprunts des sociétés privées à l'aide des précisions suivantes :

Années	France	Allemagne
1913	1.530	1.410
1914	760	1.340
1915	30	560
1916	130	580
1917	410	980
1918	540	1.100

Tableau comparatif des émissions d'actions en France et en Allemagne, exprimé en millions de francs or, d'après le taux moyen annuel du change sur Genève.

Après une diminution sensible en 1915 et 1916, la progression des émissions privées est particulièrement nette en Allemagne en 1917 et en 1918. Malgré les solli-

(1) Pour la période de guerre et les années d'instabilité monétaire, les statistiques connues ne se réfèrent qu'aux émissions d'actions (d'après le « Vierteljahrshäfte »). Renseignements recueillis dans l'annuaire de la statistique générale de la France, octobre 1922-juillet 1923, pp. 213 et 220.

citations pressantes de l'Etat, les investissements intérieurs sont donc restés relativement importants pendant la durée des hostilités.

Les exportations de capitaux par contre, ont à peu près disparu. Elles ne pouvaient plus d'ailleurs, pour se réaliser, que prendre la forme occulte d'évasion des disponibilités ; or, ces mouvements invisibles ne se sont produits vraisemblablement que vers la fin de la guerre ; le procédé alors fréquemment employé, a consisté à immobiliser à l'étranger les intérêts des placements extérieurs antérieurement acquis. L'opération inverse, qui consiste à procéder à la vente ou à la mise en gage des titres étrangers, afin de soutenir le change, n'a guère pris non plus d'importance en Allemagne. D'abord étaient inutilisables les valeurs des pays alliés de l'Empire ou des régions occupées par ses troupes : Autriche-Hongrie, Bulgarie, Turquie, Roumanie. D'après M. Keynes, cet ensemble représentait 5 milliards de marks. Il en était de même pour les titres émis, lesquels atteignaient le chiffre plus considérable de 7 à 8 milliards de marks. Seuls demeuraient disponibles les fonds investis dans les pays neutres. La vente des valeurs étrangères due d'abord aux initiatives privées puis, à partir de 1917 effectuée sous l'autorité gouvernementale, ne s'est dès lors élevée qu'à 3 milliards de marks environ. Il semble d'ailleurs qu'une prudente réserve incitait aussi les dirigeants du Reich à ne pas épuiser les moyens qui devaient constituer ultérieurement, au cours de difficultés plus graves encore, un précieux secours (1).

(1) « Chaque jour qui s'écoule sans nous obliger à utiliser cette

C'était là le juste pressentiment des désordres et des bouleversements de tous ordres qui devaient en Allemagne, succéder à la guerre et dont les répercussions lointaines troublent encore, à l'heure actuelle, l'économie mondiale.

précieuse réserve, nous comble de joie » disait le conseiller des finances Bastia au début de 1917. V. Rist, *op. cit.*

CHAPITRE TROISIEME

L'Orientation de la politique financière allemande depuis le Conflit mondial

La gravité des événements monétaires qui ont agité l'Allemagne après la guerre, a longtemps exercé une action prépondérante sur les diverses branches de l'activité nationale. Le marché des capitaux à long terme n'a pas échappé à cette influence et il devait refléter, pendant plusieurs années, les bouleversements issus du conflit mondial.

Pour avoir reçu une solution relativement rapide, la faillite du mark n'en a pas moins laissé le Reich profondément amoindri. Sans doute la stabilité de la devise nationale coïncidant avec une ère de prospérité et de facilités générales, a-t-elle été favorable à la renaissance de l'esprit d'entreprise et au succès d'une politique financière orientée, selon la tradition, vers une large productivité.

Mais cette activité capitaliste n'ayant plus son origine dans le remarquable essor économique et financier qu'avait connu l'Allemagne avant la guerre, reposait désormais sur la base dangereuse du crédit extérieur.

Dépassant la mesure des possibilités nationales, le financement intensif de la puissance intérieure est apparu dès lors, dans son imprudence et sa fragilité, l'un des facteurs essentiels des difficultés actuelles de l'Europe et de la situation particulièrement précaire du Reich.

SECTION I. — 1919-1923 : LA PÉRIODE DE DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE ET L'ÉVASION DES CAPITAUX ALLEMANDS

Les perturbations monétaires, issues de la guerre, ont pris en Allemagne une ampleur exceptionnelle et jusqu'alors insoupçonnée. Leur gravité se mesure à l'importance même de l'inflation, considérablement accrue dès la fin du conflit, du fait d'une politique financière et fiscale insuffisante.

De 32 milliards et demi en 1918, la circulation fiduciaire est passée à 49 milliards 500 millions de marks en 1919, 80 milliards 800 millions de marks en 1920 et 122 milliards en 1921 (1).

Cette augmentation intensive et rapide de la masse monétaire, avait nécessité, dès 1919, la suppression de l'étalon or, mesure qui ne devait être rapportée que le 23 décembre 1923.

Au cours d'une période si troublée, le rythme des investissements intérieurs et extérieurs des capitaux, n'a pu rester insensible aux multiples facteurs de désordre économique. Malheureusement, la dépréciation de la devise

(1) V. Merty : « Les finances de l'Allemagne après la guerre » dans la *Documentation catholique* du 7 avril 1928.

nationale enlève aux statistiques de l'époque un caractère de précision indispensable et celles-ci se prêtent dès lors difficilement à interprétation.

Tout au plus des évaluations approximatives, établies sur la base de monnaies saines, permettent de déceler dans les émissions de fonds publics, une évolution caractéristique. Ces indications révèlent en effet, le déclin progressif de cette catégorie d'emprunt jusqu'en 1923, et traduisent ainsi l'amoindrissement progressif du crédit de l'Etat, au cours d'une période de désorganisation politique et économique.

Estimés en marks, sur la base du dollar (1), les achats de titres publics s'élevaient, en 1920, à 9 milliards 328 millions 700 mille marks ; ils n'atteignent l'année suivante que 6 milliards 651 millions 300 mille marks et, en 1922, 3 milliards 950 mille marks.

Le redressement n'est apparu qu'en 1923, à la veille de la réforme monétaire, et les fonds publics, alors émis, s'élèvent à 9 milliards 157 millions 600 mille marks.

Les effets croissants de l'inflation tendaient parallèlement, à masquer, sous une augmentation considérable mais factice du chiffre des émissions, la réalité des investissements privés. Mais bien que partiellement artificielle, cette activité nouvelle du marché financier, correspondait malgré tout à la renaissance progressive de l'économie allemande, qui, encore incertaine pendant

(1) D'après le « *Franckfurter-Zeitung* ». V. *annuaire de statistique générale*, *op cit.*

la période de désordres monétaires, devait s'affirmer d'une manière décisive dès 1924.

Des évaluations également établies sur la base du dollar, expriment d'ailleurs avec plus de vérité, le mouvement de reprise des placements industriels (1).

1. Années	Actions		Obligations	Total
	Augmentation de capital	Création de Sociétés		
	Millions de marks			
1919	585	1.069,9	—	1.654,9
1920	7.521	1.170	2.573	11.264
1921	19.229	6.527	6.100	31.856
	Milliards de marks			
1922	46	12,7	21,9	80,6
1923	10.209	31.272,299	543,3	—
	Millions de marks or			
1924	230,1	128,5	176,3	534,9

Emissions des actions et obligations de sociétés anonymes en Allemagne, d'après le Frankfurter Zeitung, exprimées en mark papier.

2.

Années	Marks papier	Francs or
1919	2.264,1	760
1920	11.377,8	1.000
1921	25.969,6	1.650

Actions émises en Allemagne, calculées en marks papier et, d'autre part, exprimées en francs, d'après le taux moyen annuel du change sur Genève (pour 1920) et sur New-York (pour 1921) (2).

(1) V. *annuaire de statistique générale*, op. cit., p. 213.

(2) Ces évaluations comparatives n'ont pas pu être établies pour les années 1922 et 1923. V. *annuaire de statistique générale*, op. cit., p. 220.

Les précisions sont encore plus délicates dans le domaine des investissements extérieurs. S'il paraît vraisemblable que l'émigration des capitaux fût considérable durant ces années d'instabilité des changes, il n'est guère possible d'apprécier, avec exactitude, une expansion financière effectuée sous le signe des prohibitions d'exportation et que seuls des procédés d'évasion et de fraude ont permis de réaliser. Une étude des plus précieuses, due à MM. Wulfsohn et Wernlé (1), permet de supposer toutefois l'ampleur de ces placements occultes à l'étranger, et cette analyse présente d'autant plus d'intérêt que les perturbations récentes lui donnent un caractère nouveau d'actualité.

Une première forme d'évasion des disponibilités a consisté, dès après l'armistice, en une véritable fuite « physique » des capitaux, due à la contrebande des billets de banque et des espèces métalliques. Ce courant d'exportation, peu considérable d'ailleurs, était imputable, surtout au lendemain de la révolution, à la crainte des vols et des pillages, et aux risques sociaux de tous ordres qu'entraînait une insécurité politique persistante.

La dépréciation croissante du mark devait se révéler un facteur beaucoup plus puissant encore d'évasion financière et provoquer l'élaboration, à cette fin, de méthodes plus perfectionnées. C'est ainsi que les grandes entreprises industrielles elles-mêmes ont pu, sous diverses formes et grâce à l'intervention de filiales étrangères déguisées, laisser échapper à l'étranger la majeure par-

(1) V. Wulfsohn et Wernlé : L'évasion des capitaux allemands.

tie de leurs bénéfices. Les Trusts Germano-Suisses ont joué notamment un rôle prépondérant, usant à cet effet de procédés de caractère strictement financier ou de nature commerciale.

Les premiers ont consisté dans le rachat à l'étranger, par les débiteurs allemands eux-mêmes, des créances à garantie de change, fortement dévalorisées à la suite de la faillite monétaire du Reich. Ainsi étaient acquis par des nationaux allemands, des titres de créances dont la valeur à l'intérieur du pays, augmentait avec la dépréciation incessante du mark. Les bénéfices de l'opération, d'autre part, restaient à l'abri en terre étrangère.

C'est une autre notion, celle de valeur fictive, qui dans le domaine commercial et industriel a favorisé pareillement les évasions de capitaux. La réglementation des devises pendant la période d'instabilité monétaire, ne permettait l'exportation des disponibilités que pour le seul paiement des dettes relatives aux transactions commerciales. Pour échapper toutefois à la rigueur de cette législation, il suffisait, en matière d'importation, d'augmenter artificiellement, grâce à la complicité de créanciers complaisants, la valeur des traites tirées sur des débiteurs allemands. Inversement, lorsqu'il s'agissait d'exportation, le procédé de la facture fictive (1), a permis aux entreprises nationales de dissimuler à l'étranger des profits considérables. Les maisons allemandes vendaient, sur la base de prix très inférieurs aux cours mon-

(1) En allemand « Zwischenfakturierung ». V. Wulfsohn et Wernlé, *op. cit.*,

diaux, leurs productions à des correspondants neutres, véritables succursales déguisées, auxquels avait été confié, afin de généraliser et étendre les effets de la fraude, un monopole de représentation et d'achat.

Une telle politique, mise en œuvre au profit exclusif de grands organismes de direction, ne pouvait que compromettre la situation de l'industrie intérieure. Ces évactions de capitaux ont, en effet, servi en réalité, à la suite d'une curieuse évolution, les intérêts des grands Konzerns et favorisé une plus grande concentration. De fait, un des phénomènes les moins surprenants de cette époque de troubles et de contradictions économiques, n'a certainement pas été l'absorption de plusieurs entreprises secondaires par des firmes financières neutres, prête-nom de capitalistes allemands qui, quelques mois auparavant, avaient dissimulé d'importantes disponibilités à l'étranger.

Mais les ressources occultes expatriées ont permis aussi la réalisation, sous forme de placements directs à long terme, d'une expansion financière dont il est malheureusement difficile de préciser l'ampleur. Les intermédiaires neutres ont procédé, en effet, à des achats de fabriques, de banques, et de toutes sortes d'entreprises dans les pays à monnaies saines (1), et si l'on entre dans le domai-

(1) On peut citer à cet égard, les exemples suivants empruntés à l'ouvrage de MM. Wulfohn et Wernlé : 1° Cas de l'Alpine, dans lequel le Consortium Stinnes a réalisé l'acquisition de gisements pétrolifères en Argentine, par l'intermédiaire de « l'International Petroleum Union de Zurich ». 2° - De même, achat d'importantes filatures suisses de coton, par une Société de Glaris, dépendant en

ne des chiffres, il ne serait pas exagéré, semble-t-il de parler de milliards. La fortune extérieure de l'Allemagne, évaluée avant la guerre à 36 milliards de marks, avait au lendemain de l'armistice, accusé une dépréciation de 15 à 20 % environ, qui s'explique tant par la destruction des capitaux directement investis dans les entreprises, que par la diminution du portefeuille de valeurs mobilières étrangères. Il n'est pas exagéré de penser qu'au moment de la réforme monétaire de 1924, ces pertes avaient été, dans une large proportion, réparées, par l'expansion financière réalisée à la faveur de la dépréciation du mark.

C'est ainsi qu'utilisant des procédés détournés et sans faire appel à des disponibilités normales d'épargne, l'Allemagne a pu redevenir après la guerre, un pays d'exportation des capitaux. L'influence de la stabilité monétaire devait, pour quelques années, détourner l'activité financière du Reich des débouchés extérieurs. Mais il est certain que la crise mondiale actuelle ainsi que les difficultés particulières de l'Allemagne, favorisent encore des dissimulations de capitaux à l'étranger qui permettent de soustraire du bilan d'une faillite éventuelle, un actif important.

réalité, de la Maison Wolff à Stuttgart. Il est à noter enfin, que les trois quarts des investissements effectués en Pologne par des capitalistes suisses, ont été réalisés en fait, au nom de porteurs allemands.

SECTION II. — 1924-1929 : LES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS ET L'ENDETTEMENT PROGRESSIF DE L'ALLEMAGNE.

Les événements monétaires de 1924 et les circonstances économiques de la période d'après-guerre, ont exercé en Allemagne une action décisive sur l'orientation des capitaux.

Les premiers ont consacré la restauration définitive d'une monnaie stable, indispensable à une reprise normale de l'activité générale. Les étapes de cette réforme avaient été marquées par la création, en 1923, d'un établissement chargé de l'émission d'une monnaie intermédiaire, le rentenmark, dont le succès fut considérable, puis, par la constitution en avril 1924, d'une banque d'escompte or. L'excellent fonctionnement de ces deux organismes, devait permettre, dès le mois d'août de la même année, l'émission d'une nouvelle devise or, le reichsmark qui semblait être le signe de la résurrection financière de l'Allemagne. Le passé était dès lors définitivement liquidé. En même temps que la suppression des billets de la Golddiskonto Bank et de la Rentenbank, était prononcée la levée des prohibitions qui avaient atteint, pendant plusieurs années, le commerce des devises et l'exportation des capitaux.

Ces mesures monétaires, aboutissant à une stabilité indispensable à toute entreprise de longue haleine, devaient porter surtout leurs fruits dans le domaine économique. Sous l'influence des nécessités et de conceptions traditionnelles, les efforts ont été en effet essentiellement dirigés vers une amélioration de l'outil-

lage national et une restauration industrielle dont l'ampleur devait dépasser les possibilités financières du pays.

Les émissions réalisées à des fins productives, ont été considérables et leur importance tient non seulement à la situation particulière de l'Allemagne, mais encore à l'évolution générale de la technique moderne.

Pour avoir paru profondément contraire aux intérêts de l'épargne, l'inflation a pu, par contre, se révéler favorable à l'Etat ainsi qu'aux grandes entreprises industrielles. La réforme monétaire de 1924 a eu en effet, pour résultat, d'éteindre la dette publique et les charges obligataires, qui pesaient sur les entreprises privées. Provoquant également une amélioration fiscale, elle devait entraîner une diminution des prix de revient, propice à l'expansion commerciale ou industrielle. L'importance des débouchés extérieurs enfin, s'était aussi considérablement accrue sous l'influence de la prime à l'exportation qui avait joué pendant toute la période d'instabilité monétaire. Cette réunion de circonstances favorables ne pouvait qu'inciter les pouvoirs publics ainsi que l'initiative privée, à multiplier leurs efforts pour reconquérir leur prestige et leur puissance d'autrefois.

Mais la tâche à accomplir ne manquait pas d'ampleur; les investissements de capitaux nécessaires à une restauration économique générale, allaient prendre une importance croissante du fait des perfectionnements et des transformations que les progrès de la vie moderne ont imposés ces dernières années, dans le domaine des grands travaux et de la production.

Les exigences nouvelles de l'entreprise et de l'industrie, se sont manifestées sous différentes formes.

Elles tiennent d'abord à l'extension et l'amélioration des productions nouvelles, sous l'influence du changement et de l'augmentation des besoins. Cette évolution, générale dans tous les Etats modernes, a favorisé en Allemagne, les industries de la soie artificielle, des produits chimiques, de l'éclairage et de l'automobile.

Mais les vieilles productions elles-mêmes, se sont transformées et perfectionnées. Ce progrès s'est manifesté surtout dans la réorganisation des exploitations minières qui ont pu bénéficier d'installations modernes.

Pour répondre à ces besoins nouveaux, les groupements qui sont fonction de ce développement de l'outillage et de la technique, ne pouvaient qu'accroître également, sur le marché des émissions, leurs demandes de capitaux. C'est ainsi que les industries de production et de transport de l'énergie électrique, l'électro-technique, la chimie industrielle, ont aussi provoqué des investissements considérables.

La rationalisation enfin, perfectionnement non plus des moyens mais des méthodes de production, et condition indispensable de la fabrication en série, est apparue encore un facteur important de cette évolution générale.

Celle-ci trouve d'ailleurs, dans les chiffres, une expression significative. D'après une enquête dirigée par l' « Institut Für Konjunkturforschung » (1), le total des investissements industriels aurait atteint, de 1924 à 1928,

(1) V. le supplément du bulletin quotidien, 16 octobre 1931,

26 milliards 800 millions de reichsmarks ; la constitution des stocks et des dépôts aurait absorbé, de son côté, 12 milliards 500 millions de marks. L'ensemble représentait donc plus de 39 milliards de marks.

Les tableaux suivants indiquent, par ordre d'importance, les différentes branches d'industries vers lesquelles était dirigée cette masse considérable de capitaux.

Les industries chimiques, du pétrole, des salines et des potasses, viennent en tête, leurs émissions représentant 56 % du total des investissements privés.

	1924	1925	1926	1927	1928	Total
En millions de reichsmarks						
Industries chimiques	43	82	72	85	179	461
Industries pétrolifères	21	17	39	58	64	199
Sels et potasses.....	25	70	25	3	1	124
Ensemble.....	89	169	136	146	244	784

Le second groupe est constitué par les mines et la grosse métallurgie qui ont absorbé 25 % de l'ensemble des placements industriels.

	1924	1925	1926	1927	1928	Total
En millions de reichsmarks						
Industries lourdes	27	145	59	213	278	722
Lignite	1	15	2	29	17	64
Métallurgies différenciées	20	25	15	12	20	92
Ensemble du groupe.....	48	185	76	254	315	878

Viennent ensuite, les industries du textile qui représentent 14 % de l'ensemble des émissions privées.

	1924	1925	1926	1927	1928	Total
En millions de reichsmarks						
Filatures et tissages	25	77	40	49	66	257
Autres fabrications (bonneterie) ..	12	36	16	10	33	107
Soie artificielle (1)	5	16	8	39	49	117
Confection	1	10	0,7	2	6	19,7
Ensemble	43	139	65,7	100	154	500,7

Un quatrième groupe se réfère aux constructions mécaniques. L'augmentation est due ici essentiellement aux industries nouvelles : électro-technique, automobiles. Les constructions de machines, locomotives et navires accusent, au contraire, un sérieux déclin. L'ensemble s'élève néanmoins à 13 % des investissements industriels.

	1924	1925	1926	1927	1928	Total
En millions de reichsmarks						
Industrie électro-technique ...	1	40	30	48	44	163
Industrie automobile	20	33	21	34	28	146
Machines	24	69	2	20	31	146
Locomotives et wagons	2	3	— 0,4	1,6	7	13,2
Chantiers navals	— 2	— 1,8	— 1,5	4	0,3	— 1
Ensemble	45	143,2	51,1	107,6	110,3	467,2

(1) Les investissements ont été tels, dans l'industrie de la soie artificielle, que la valeur des installations a augmenté de 250 % en 5 ans.

Le reste des capitaux destinés à des investissements industriels a été réparti dans des proportions beaucoup moins importantes entre les entreprises de communications, d'électricité, de gaz et d'eau, et les industries alimentaires.

La participation des disponibilités intérieures à un tel effort financier, n'a pu qu'être limitée en raison de la reconstitution très lente de l'épargne. Mais elle a été, néanmoins, suffisamment importante pour constituer la tendance dominante du marché des émissions réalisées dans la métropole.

Les emprunts des collectivités publiques et particulièrement les émissions de sociétés privées, ont accusé au cours de cette période une progression constante.

Années	Obligations				Actions		Total
	Collectivités publiques	Sociétés anonymes	Entreprises privées diverses	Crédit (1) Foncier	Indus- trielles	De Banque	
1924	21	6	37	377	198	36	675
1925	15	22	79	878	656	117	1767
1926	654	364	322	2093	988	174	4595
1927	698	16	181	1946	1438	281	4560
1928	456	207	294	1948	1339	187	4431

Emissions intérieures en Allemagne, de 1924 à 1928.

(1) La progression des émissions du Crédit Foncier traduit certainement la faveur, malgré tout croissante, des placements présentant un caractère de sécurité relative. Il est à remarquer, d'ailleurs, que ces investissements aboutissaient finalement à des prêts indirects aux collectivités publiques.

Malgré son importance, la contribution de l'épargne intérieure est restée insuffisante et rien ne le prouve mieux que l'augmentation parallèle des emprunts à long terme réalisés à l'extérieur, significatifs de l'endettement progressif et considérable de l'Allemagne pendant ces années d'essor économique.

Années	Collectivités publiques	En millions de reichsmarks				Total
		Sociétés anonymes	Crédit Foncier	Banques	Entreprises privées diverses	
1924	—	—	—	—	42	42
1925	379,47	255,50	160,12	—	489,8	1244,8
1926	327,12	333,7	194,8	—	660,4	1517,1
1927	268,7	63	515,3	189	361,5	1378,5
1928	165,8	418,6	473,6	—	373,8	1431,8

Emprunts extérieurs des collectivités allemandes de 1924 à 1928 (1).

Encore est-il que cet ensemble d'emprunts à long terme ne représente qu'un aspect de l'aide financière apportée au Reich par l'étranger. Les emprunts à court terme ont, en effet, accusé un développement parallèle.

Les principaux créanciers à long terme de l'Allemagne, ont été, dans l'ordre d'importance, les suivants (2) :

(1) V. *Wirtschaft und Statistik*, deuxièmes n^{os} de février 1927, 1928 et 1929.

(2) Renseignements recueillis dans le rapport de la Reichsgesellschaft : situation économique de l'Allemagne à la fin de 1931, p. 38 (d'après les évaluations de la deuxième commission de Bâle).

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
En millions de reichsmarks								
Etats-Unis	42	922,9	1107,9	890,3	1017,9	207	398	44
Royaume-Uni ..	—	122,2	142	152,7	135,1	52	66	—
Pays-Bas	—	142,1	189,5	262,4	201,7	64	165	5
Suisse	—	67,8	66,2	51,9	57,5	44	75	20
Suède	—	10,3	43,3	51,9	11,7	2	522	37
Autres pays	—	—	31	2,2	40,8	5	177	2
	42	1265,3	1579,9	1411,4	1.464,7	374	1402	108

Le Reich n'a pu, par contre, que très faiblement augmenter au cours de cette période, sous forme d'achat de valeurs mobilières étrangères, le volume de ses créances extérieures à long terme.

Les émissions de collectivités étrangères sur la place de Berlin, s'élèvent en 1925 à 10 millions de reichsmarks. Elles atteignent en 1926, 67 millions de reichsmarks, retombent à 58 millions de reichsmarks en 1927 et à 14 millions de reichsmarks en 1928. Cet ensemble ne représente, pour la période 1924-1928, que 149 millions de reichsmarks.

L'Allemagne avait ainsi sacrifié ses possibilités d'expansion financière à l'essor de l'industrie nationale. Mais les bouleversements qui allaient, dès 1929, agiter l'économie mondiale, devaient aussi révéler la fragilité et l'imprudence de ces efforts.

SECTION III. — 1929-1931 : INFLUENCE DE LA CRISE SUR L'ORIENTATION DES CAPITAUX EN ALLEMAGNE.

L'influence de la dépression mondiale sur l'orientation des capitaux, a été particulièrement profonde en Alle-

magne, pays dont la prospérité repose essentiellement sur l'expansion industrielle et commerciale.

Mais si le ralentissement des émissions intérieures est apparu comme une conséquence inévitable de la gravité de la crise générale, le déclin des prêts consentis par l'étranger devait révéler les difficultés plus particulières de l'économie allemande.

La diminution des placements à long terme sur le marché intérieur a été brutale dès la première année de crise en 1929, et la soudaineté et l'ampleur de cette chute, qui vise surtout les émissions de valeurs industrielles, tiennent à l'effet psychologique de la baisse générale des valeurs sur les places allemandes et étrangères, ainsi qu'à l'apparition des premiers symptômes de la dépression industrielle.

Années	Obligations				Actions	Total
	Collectivités publiques	Sociétés anonymes	Entreprises privées diverses	Crédit Foncier et Banques hypothécaires		
En millions de reichsmarks						
1928	456	207	294	1948	1339	4244
1929	386,4	0,2	8,4	1155,6	978	2528,6
1930	79,2	189,6	34,8	2362	554	3219,6
1931	21,7	34,7	12,7	1239	762	2079

Emissions intérieures de 1928 à 1931 (1).

Une reprise assez sensible s'est sans doute manifestée en 1930, mais en 1931 le volume des émissions diminue de nouveau considérablement et cette régression traduit

(1) V. *Wirtschaft und Statistik*, 2^e n^o de février 1932.

ainsi l'influence profonde de la dépression économique persistante, tout comme en Angleterre, sur les mouvements de capitaux à long terme.

Le crédit intérieur allemand paraît donc sérieusement ébranlé et ce qui tend à confirmer cette impression, est bien l'augmentation parallèle, principalement sous forme d'exportation invisible, des investissements extérieurs.

Les émissions de valeurs étrangères sont passées en 1929 à 24 millions de reichsmarks ; elles ont sans doute disparu du marché en 1930 mais reprennent de nouveau de l'importance en 1931 avec 7 milliards 500 millions de marks.

Mais ce sont surtout les évasions de capitaux qui ont accusé une soudaine ampleur. Elles se sont élevées annuellement en 1929 et en 1931 à 1500 millions de marks environ. Elles n'ont pu certainement diminuer en 1931 à la suite des nombreux événements politiques et économiques de ces derniers mois. Sur les 4 milliards 900 millions de reichsmarks qui représentent l'exode total des capitaux, 3 milliards 200 millions environ paraissent correspondre à des retraits effectués par les créanciers du Reich et le reste à des exportations de disponibilités nationales (1).

Les investissements de capitaux allemands dans l'économie nationale, ont donc diminué du fait de la thésau-risation et surtout des placements occultes à l'étranger.

(1) V. Deuxième rapport du comité consultatif spécial du plan Young dans le bulletin des Sociétés de banques suisses, février 1932, p. 6.

Mais les emprunts réalisés à l'extérieur ont baissé avec beaucoup plus d'ampleur encore. Le crédit allemand était, en effet, atteint à un double point de vue à partir de 1929. A la suite de la dépression mondiale, les capitaux étaient naturellement détournés des placements industriels devenus par trop aléatoires. Les erreurs de la politique allemande devaient, en outre, ajouter aux éléments d'incertitude, issus de la crise économique, des craintes inspirées par les perturbations politiques et les menaces des partis extrémistes.

La baisse des emprunts extérieurs à long terme, a été considérable en 1929.

Années	Collectivités publiques	Sociétés anonymes	Entreprises privées diverses	Total
En millions de reichsmarks (moyenne mensuelle)				
1928	165,8	418,6	373	957,4
1929	27,2	121,2	174	322,4
1930	229,2	660	270	1159,2
1931	333,3	—	8,3	341,6

Emprunts extérieurs et des collectivités allemandes de 1929 à 1931 (1).

1930 laisse apparaître une légère reprise des mouvements de capitaux à long terme vers l'Allemagne, mais en 1931 se manifeste un nouveau déclin important. Le Reich ne maintient plus désormais sa position qu'à l'aide de prêts à court terme.

Les conséquences de cette dépendance financière à l'égard de l'étranger, devaient entraîner pour l'Allemagne des difficultés particulières qui devaient aggraver encore les vicissitudes générales dues à la crise mondiale.

(1) V. *Wirtschaft und Statistik*, 2^e n^o 3e février 1932.

La diminution des crédits à long terme enlevait en effet, toute sécurité au fonctionnement de l'économie intérieure. Les industries trouvaient sans doute encore dans les emprunts à court terme, les « fonds de roulement » qui leur étaient nécessaires. Mais ces ressources financières ne manquaient pas d'être particulièrement précaires. La persistance de la crise et les heurts politiques qui ont suivi les débats sur les Réparations, allaient entraîner la fuite des capitaux. Celle-ci a atteint en juin 1931, une telle ampleur que l'Allemagne se trouvait désormais dans l'impossibilité de répondre à ses engagements. Le moratoire Hoover, puis la conférence des experts de Bâle, devaient amener dès lors les créanciers du Reich à dresser un véritable bilan de cette faillite virtuelle qu'il paraît intéressant de résumer ici.

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Total 1924-1930	1931
— 2,9	— 3,1	— 0,6	— 3,9	— 4,3	— 2,7	— 0,7	— 18,2	+ 0,7

En milliards de reichsmarks

Solde net de la balance des comptes de 1924 à 1931 (1).

L'ensemble des dettes de l'Allemagne s'élève actuellement à 18 milliards de reichsmarks environ.

La politique financière allemande est apparue, par son imprudence, sans aucun doute, partiellement responsable de l'importance de ce solde déficitaire, et ces précisions numériques permettent donc d'en apprécier la valeur et les résultats.

(1) Renseignements recueillis dans l'*Information*, n° du 21 août 1931 et dans le rapport de la Reichscreditgesellschaft *op. cit.*, d'après les évaluations du comité financier de Bâle.

CHAPITRE QUATRIEME

Appréciation de la politique financière allemande contemporaine

Le poids des dettes politiques de l'Allemagne pèse lourdement sur l'économie du pays, mais malgré leur importance, les charges des Réparations semblent momentanément secondaires relativement à l'ampleur de la faillite commerciale du Reich. La politique financière allemande, origine de ces difficultés, aurait pu pourtant, dirigée avec plus de modération, présenter de réels avantages.

La tendance exagérée aux investissements industriels, apparaît en effet néfaste tant au point de vue économique que financier.

Elle est, sous un premier aspect, un facteur d'aggravation de la crise mondiale actuelle de surproduction.

Les capitaux ont été mis en Allemagne au service de méthodes excellentes dans leur principe mais dangereuses dans leur application. Le développement industriel et la rationalisation, constituent des facteurs certains de progrès, mais par l'ampleur que ces procédés ont reçue, en Allemagne comme en Amérique, ils ont provoqué une

surproduction générale particulièrement néfaste dans les grands pays industriels.

Les effets de la crise ont été d'autant plus sensibles au Reich qu'ils étaient aggravés par les répercussions financières d'une politique imprudente d'emprunts à l'étranger.

Cet endettement excessif, responsable des difficultés particulières qui ont atteint l'Allemagne, n'a pas manqué aussi d'avoir de profondes répercussions sur les relations internationales. La carence du Reich a compromis considérablement la situation de ses créanciers et multiplié les facteurs de déséquilibre dans la répartition des capitaux.

Il semble donc que les conséquences les plus dangereuses de la politique allemande tiennent à la dépendance financière trop étroite du pays à l'égard de l'étranger.

Il n'en reste pas moins que le principe des investissements industriels comportait en soi de réels avantages.

Cette orientation de capitaux a en effet permis de réparer les pertes du passé en même temps qu'elle répondait aux possibilités d'avenir de l'économie intérieure. La restauration industrielle de l'Allemagne était d'une part une entreprise indispensable, et les perfectionnements techniques de l'outillage ont, en outre, contribué à compenser les pertes importantes en matières premières, que le pays avait subies du fait de la guerre.

La politique financière allemande a donc accru les facultés d'expansion nationale et ce progrès était conforme aux possibilités économiques du Reich, celui-ci étant essentiellement un pays d'entreprises dont la prospérité repose sur l'activité du commerce extérieur.

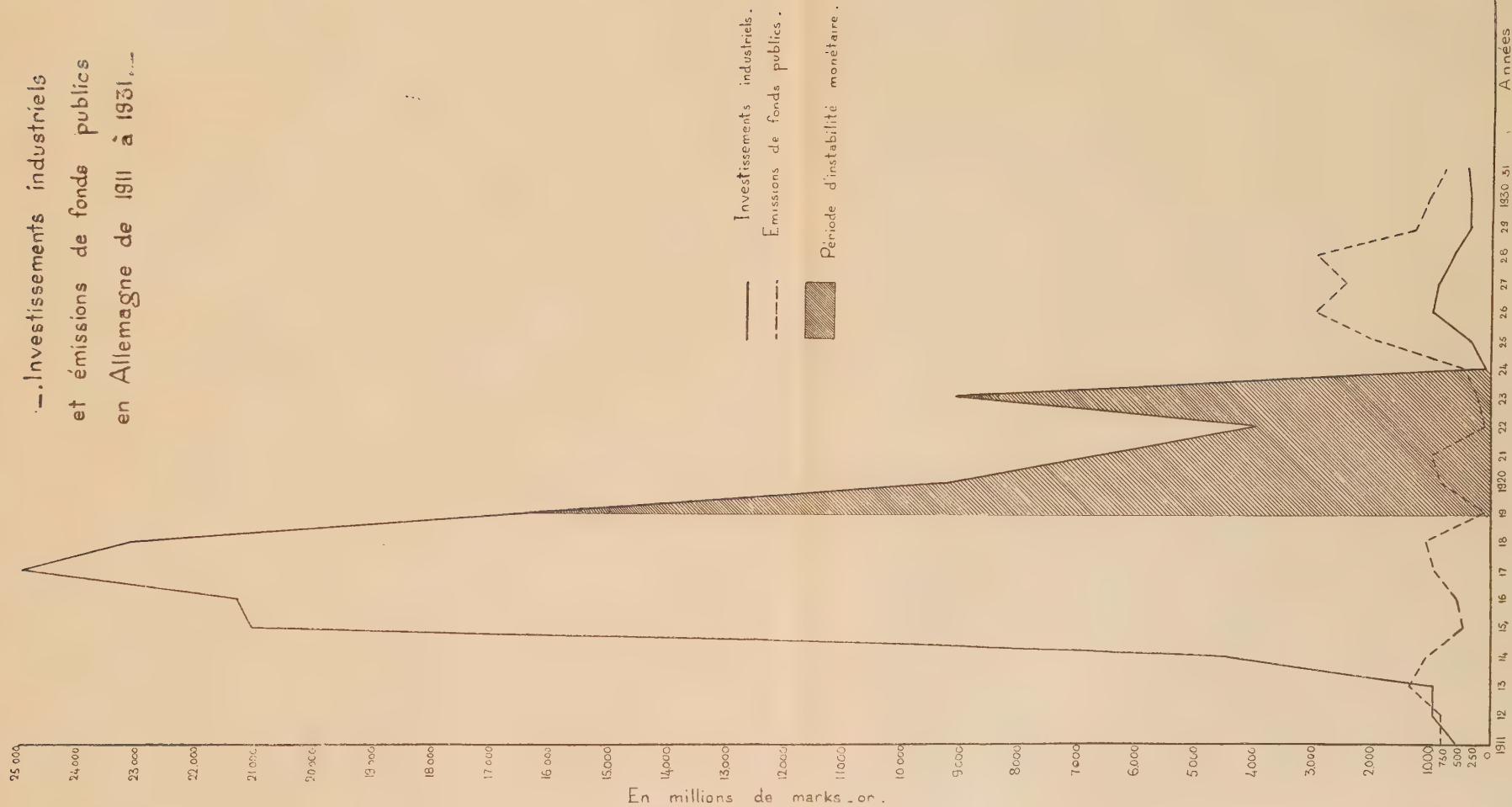
Au cours des vicissitudes actuelles, l'amélioration de

la balance commerciale (1) demeure un élément favorable à un rétablissement prochain et le signe d'un avenir économique meilleur.

Ainsi la politique des placements à long terme donne-t-elle prise, en Allemagne, à la critique, beaucoup plus pour avoir manqué de mesure que pour s'être inspirée de principes économiques erronés.

(1) Les soldes de la balance commerciale depuis 1924, ont été les suivants : 1924, 700 millions de reichsmarks ; 1925, 2 milliards 500 millions de reichsmarks ; 1926, 800 millions de reichsmarks ; 1927, 3 milliards de reichsmarks ; 1928, 1200 millions de reichsmarks ; 1929, équilibre ; 1930, 1500 millions de reichsmarks ; 1931, 3 milliards de reichsmarks. V. le rapport du comité des experts de Bâle, *op. cit.*

Investissements industriels et émissions de fonds publics en Allemagne de 1911 à 1931.



DEUXIEME PARTIE

LA POLITIQUE FRANÇAISE

TITRE PREMIER

L'Evolution de la politique des placements à long terme en France

CHAPITRE PREMIER

L'expansion financière avant la guerre

De tous temps, la France a été redevable de sa richesse non seulement à l'activité mais encore aux qualités d'économie de sa population. La fortune française, en effet, fruit d'une prospérité essentiellement agricole, pouvait être comparée à celle des plus grandes nations industrielles de l'Europe, telles que l'Allemagne et l'Angleterre.

D'après les estimations de M. Pupin, les revenus privés annuels de la France s'élevaient, avant la guerre, à 39 milliards de francs environ ; les dépenses dépassant légèrement 32 milliards, l'épargne totale atteignait donc 6 à 7 milliards (1). C'est là un chiffre relativement peu

(1) V. *Europe Nouvelle*, n° du 11 janvier 1930 : La réorganisation du marché de Paris, page 79.

inférieur aux 10 milliards dont disposaient annuellement, avec des populations beaucoup plus considérables, le Reich et le Royaume-Uni. Si l'on ajoute que ce qui correspondait au solde créditeur de la balance des comptes représentait en 1913 une somme de 2 milliards 350 millions, il ressort que la seule épargne intérieure s'élevait alors à plus de 3 milliards de francs (1).

Cette prospérité était à l'origine de l'intense activité de notre marché des capitaux. L'ensemble des émissions nouvelles était évalué dans l'année, à plus de 5 milliards de francs et, sur cette somme, 1 milliard seulement avait pour origine le remboursement des capitaux anciens. L'activité du marché financier absorbait donc plus de 72 % de l'épargne totale, proportion qui n'était parallèlement atteinte nulle part ailleurs.

L'importance qu'avaient ainsi acquise les placements à long terme est encore précisée par la place qu'occupait le portefeuille de valeurs mobilières de la France dans la hiérarchie des fortunes mondiales. M. Neymark l'estimait en effet, à la veille de la guerre, à 115 milliards (2). Seuls la Grande-Bretagne et les Etats-Unis possédaient, à pareille époque, des avoirs extérieurs plus considérables.

Cette abondance de disponibilités n'a pas manqué de forcer le cadre trop étroit des frontières et de donner à l'activité du marché financier, un caractère nettement international. A Paris comme à Londres, la prépondé-

(1) V. *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, et Bellet : Comment payer les frais de la guerre, p. 88 et suiv.

(2) V. Bellet, *op. cit.*, p. 107.

rance croissante des placements extérieurs dans les années qui ont précédé la guerre, constitue bien la tendance essentielle et significative de cette période.

Il nous faut donc y consacrer, tout comme pour l'Angleterre, les premiers développements et envisager tour à tour l'importance numérique des investissements à l'étranger, leur répartition géographique ainsi que leur influence favorable sur la balance des revenus.

Les placements extérieurs s'élevaient déjà en 1900, à 1.249 millions de francs sur 2 milliards 518 millions de francs d'émissions totales (1). Ils représentaient donc 50 % de l'ensemble des investissements à long terme. Dix ans plus tard, cette proportion était passée au chiffre plus impressionnant encore de 84 %. Cette progression n'a marqué d'arrêt sensible, comme l'indique le tableau suivant, que dans les dernières années de paix, en 1912 et 1913.

Années	En millions de francs					Proportion des placements extérieurs
	A revenu fixe		Actions	Total	Ensemble des émissions extérieures et intérieures	
	Fonds publics	Obligations de Sociétés				
1900	223	275	751	1249	2518	49,7 %
1905	1077	544	1380	3001	3887	77,1 %
1910	1628	1311	1787	4726	5511	84 %
1911	989	1756	1137	3882	4696	83 %
1912	430	883	1768	3081	5041	61,3 %
1913	754	901	1103	2758	4927	56 %

Capital effectif (calculé d'après le prix d'émissions) correspondant aux émissions et introductions de valeurs étrangères sur le marché français (2).

(1) V. Neymark, rapport général sur la statistique internationale des valeurs mobilières. La Haye, 1911, p. 71 et suiv.

(2) V. *Europe Nouvelle*, op. cit., p. 79.

1910 marque le point culminant de cette expansion croissante des capitaux français ; cette année là les émissions extérieures n'avaient été nulle part ailleurs, même à Londres, aussi considérables. Par la suite les chiffres révèlent une régression assez prononcée, bien que, à quelques mois du conflit, étaient encore exportées plus de la moitié des disponibilités abondantes dont disposait le marché de Paris.

Seule la Cité pouvait alors prétendre avoir atteint un rôle international plus considérable. Bien que singulièrement grossie par le développement des entreprises allemandes à l'étranger, la fortune extérieure du Reich ne pouvait certainement pas rivaliser avec l'importance des avoirs que l'épargne française avait distribués à travers le monde.

Il ne faudrait pourtant pas attribuer un caractère trop universel à cette dispersion car un examen de la répartition géographique, qu'avaient reçue les capitaux ainsi exportés, indique clairement que certaines destinations ont largement dominé au point de donner à l'expansion financière française un aspect principalement européen.

En millions de francs			
Europe (62 %)....	Russie	11.250	25 %
	Angleterre	500	1,1 %
	Belgique et Pays-Bas.....	500	1,8 %
	Allemagne	1.000	2,2 %
	Turquie, Serbie et autres pays Balkaniques	5.850	13 %
	Italie	1.500	3,3 %
	Suisse	500	1,1 %
	Autriche-Hongrie	2.500	5,5 %
	Espagne et Portugal.....	4.000	8,8 %
	Etats-Unis et Canada.....	1.800	4 %
Amérique (17 %).	Amérique latine (Argentine Brésil, Mexique)	5.850	13 %
	Egypte et Suez.....	3.000	6 %
Afrique (6 %)....	Chine et Japon.....	2.250	5 %
Asie	Tunisié et Colonies Françaises	4.050	9 %
Reste du Monde.....		450	1 %
		45.000	

Répartition géographique des capitaux français avant la guerre (1).

Sur les 45 milliards de francs que représentaient les avoirs extérieurs de la France, l'Europe avait reçu 27 milliards 600 millions, soit 62 % et la Russie à elle seule avait absorbé 11 milliards 50 millions de francs soit 25 %. Sans insister davantage ici, sur les conséquences fâcheuses d'une telle orientation, et sans critiquer non plus l'insuffisance de nos investissements aux colonies, il convient de remarquer combien ces chiffres traduisent les liens qui unissaient la gestion de nos capitaux à des considérations extra-économiques. Les

(1) V. Neymark, *op. cit.*, p. 71 et suiv., et *Information*, n° du 1^{er} sept. 1931.

sympathies politiques, l'enthousiasme pour certaines nations amies, la confiance en certaines destinées étrangères, semblent avoir été les facteurs essentiels de la politique financière française avant la guerre. Le succès du principe des nationalités dans notre pays n'est certainement pas étranger au contingent important de valeurs balkaniques et italiennes, que contenait notre portefeuille. Mais la trace la plus marquante de cette psychologie de l'épargne, apparaissait incontestablement dans la popularité dont bénéficiaient les emprunts russes, depuis notre alliance avec le Grand Empire.

Il n'est pas moins intéressant de noter, quant aux caractères de cette politique financière, qu'après avoir marqué une préférence très nette pour les emprunts des collectivités publiques, les capitalistes français paraissent s'orienter, dans les dernières années de paix, vers des investissements, plus productifs, dans les diverses entreprises privées étrangères (1).

Mais autant que l'on puisse en juger par les revenus

(1) Importance progressive des investissements industriels extérieurs de 1905 à 1913 :

Années	Fonds publics	Obligations	Actions	Total
1905	1077	544	1880	3001
1910	1628	1311	1787	4726
1911	989	1756	1737	3182
1912	430	883	1768	3081
1913	754	911	1108	2773

qu'ils procuraient chaque année à l'économie nationale, les fonds d'Etat représentaient encore malgré tout, en 1909, la plus grosse part de notre fortune extérieure, soit 30 à 35 milliards, alors que les actions ou obligations industrielles ne s'élevaient, parallèlement, qu'à 10 ou 15 milliards environ.

En millions de francs	
Fonds d'Etat étrangers.....	1500
Titres étrangers divers.....	500 à 800
	2000 à 2300

Il ressort de ce tableau que la France recevait en 1909, plus de 2 milliards 300 millions sous forme d'intérêts de ses placements extérieurs. Les chiffres sont sensiblement les mêmes pour l'année 1913 (2 350 millions) (1).

La politique d'expansion financière était donc à l'origine de larges profits annuels, qui ne pouvaient qu'être éminemment favorables à l'équilibre de la balance des comptes. Il suffit de consulter à cet égard les résultats de l'année 1913.

(1) V. Meynials, *Rev. d'Eco. pol.*, 1924.

En millions de francs		
	Crédit	Débit
Excédent d'importation de marchandises et de métaux précieux	—	1724
Déficit du commerce avec les Colonies.....	—	130
Gains dus aux transports maritimes	330	—
Gains dus aux assurances maritimes.....	30	—
Gains dus au transit	30	—
Dépenses des touristes étrangers en France...	600	—
Intérêts des placements étrangers en France.	—	400
	990	2254
Déficit.....		1264
Intérêts des placements français à l'étranger.	2300	
Solde net.....	1036	

Relevé de la balance des comptes pour 1913 (1).

Ainsi, les revenus dus aux placements extérieurs comblaient le déficit important laissé par la balance des transactions visibles et invisibles et réalisaient encore un solde supérieur à 1 milliard, disponible pour de nouveaux investissements à l'étranger.

La conclusion de cette analyse est que le marché financier, assurant ainsi le super-équilibre de nos créances et de nos dettes, apparaissait avant la guerre comme une industrie nationale de premier plan.

Cette activité capitaliste eut été plus importante encore si les principes monétaires traditionnels n'avaient res-

(1) D'après M. Meynials, *Revue d'Economie politique* : La balance des comptes de la France, 1924.

treint son développement. La France possédait alors sans conteste, la circulation monétaire la plus considérable ; celle-ci atteignait 10 milliards de francs ; celle de l'Allemagne s'élevait parallèlement à 7 milliards seulement et celle de l'Angleterre à 3 milliards. Cet état de choses ne manquait pas d'être sérieusement critiqué par nombre d'économistes et notamment M. Paul Leroy Beaulieu (1) : « Sous l'empire persistant d'habitudes anciennes, de la routine, le public français persiste à immobiliser dans la fonction monétaire, un capital extravagant alors que le mouvement des affaires, les transactions financières et commerciales, pourraient être assurés plus économiquement par compensation... » Cette pléthore monétaire en effet, assurait sans doute à l'économie nationale une stabilité incomparable, mais elle privait néanmoins le pays de revenus importants et il est de fait que le public aurait pu, sans inconvénient, prélever dans cette masse, immobilisée dans la fonction d'instrument de paiement, 1 à 2 milliards qui auraient été l'occasion de nouveaux placements à l'étranger.

L'épargne française, par un obscur souci de sécurité, qui n'a fait que prendre plus d'ampleur encore à l'heure actuelle, restait donc, déjà, en période de prospérité relative, certainement au-dessous de ses possibilités d'expansion.

Une exportation plus importante des capitaux n'aurait pourtant pas nui aux besoins monétaires, ni au développement de l'activité industrielle et commerciale inté-

(1) V. Aupetit : Le Marché financier de Paris. Conférences faites à l'Ecole des Sciences politiques, 1912, p. 95.

rieure. Malgré l'importance des disponibilités immobili-sées dans des emplois improductifs, les entreprises françaises ne semblent pas, en effet, avoir été privées des ressources financières nécessaires à leur essor. Sans prédominer sur le marché des capitaux à long terme, leurs émissions n'absorbaient pas moins une part impor-tante des investissements intérieurs.

Années	En millions de francs			Proportion des investissements dans les entreprises privées sur l'ensemble des émissions intérieures et extérieures
	A revenu fixe		Actions	
	Fonds d'Etat	Obligations de Sociétés		
1900	—	722	547	50,5 %
1905	229	130	527	16,9 %
1910	106	130	527	13,8 %
1911	7	229	289	17,2 %
1912	312	568	1080	33,3 %
1913	151	807	1211	40,9 %

Placements intérieurs de 1900 à 1913 (1).

Tout au plus est-il permis de penser que les moyennes et petites entreprises exigeant des immobilisations plus longues, plus incertaines, et offrant ainsi moins de garan-tie à l'épargne, étaient moins favorisées que les grandes. Mais il reste que, dans l'ensemble, des investissements privés intérieurs, réalisés avant la guerre, ont certaine-ment répondu aux exigences malgré tout limitées, d'une activité économique qui n'était pas essentiellement indus-trielle. Ce qui tend à confirmer cette impression, c'est la

(1) V. Neymark, *op. cit.*, p. 71 et suiv., et *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 79.

faiblesse relative des placements étrangers dans l'économie nationale, lesquels ne dépassaient pas alors 2 à 3 milliards de francs, ainsi que l'infériorité constante du taux d'escompte à Paris, par rapport au cours des autres places, qui était un signe certain de l'abondance des disponibilités.

On voit par ailleurs, que les émissions de fonds publics se raréfiaient progressivement et laissaient place aux valeurs industrielles et commerciales métropolitaines.

Cette évolution demeurait cependant secondaire et l'expansion financière paraît indubitablement la tendance dominante de toute cette période d'avant-guerre.

Elle n'en était pas moins considérée, déjà du temps de paix, comme le résultat d'une politique dangereuse, menaçant l'intégrité de la fortune nationale. Les désastres matériels issus du conflit ont donné raison, semble-t-il, à de tels pressentiments. Mais si les capitaux exportés devaient, pour avoir reçu des destinations malheureuses, accuser par la suite une sérieuse diminution, il n'en ont pas moins, dans la mesure où ils restaient disponibles, contribué pendant les années de lutte, au maintien de la situation financière du pays, tout comme ils avaient assuré, durant la paix, son prestige.

CHAPITRE DEUXIEME

Effort considerable mais tardif de l'épargne française pendant la guerre

Pour assumer les dépenses du conflit, la France a dû réaliser des efforts considérables. Toutes les ressources financières du pays ont été mises en œuvre ; mais parce qu'elles sont certainement de beaucoup les plus importantes, les disponibilités que la Nation a pu tirer de sa seule fortune intérieure, méritent nos premières observations.

Les emprunts auxquels l'Etat a dû procéder ont, tout comme dans les autres pays belligérants, profondément affecté l'aspect du marché des émissions. Réservant toutefois pour la période de paix, le plus lourd des charges financières de la guerre, les pouvoirs publics ont tardé tant dans le domaine fiscal que dans celui de l'emprunt, à tirer parti de toutes les possibilités nationales.

Alors que l'Angleterre réalisait en 1917 et en 1918, le plus grand effort financier qu'elle ait jamais tenté et que le marché des émissions en subissait le contre-coup logique, parallèlement en France, l'insuffisance des appels à l'épargne ouvrait la voie à l'inflation et à de dangereux procédés de trésorerie qui permettaient le maintien relatif des placements intérieurs dans l'industrie privée.

Pour avoir une indication précise des disponibilités affectées à l'achat de fonds publics, il faut distraire des statistiques les chiffres relatifs à l'émission de bons à quelques mois ou à deux ans, et qui correspondent à des investissements temporaires. Il en est différemment des souscriptions aux obligations de la Défense Nationale, lesquelles, d'une durée égale au moins à cinq ans, constituaient de véritables immobilisations. Mais ce sont surtout les indications afférentes aux emprunts consolidés qui présentent ici un réel intérêt, si l'on a soin toutefois de ne retenir que le montant des souscriptions correspondant à des investissements nouveaux et soldées en numéraires ou en bons à court terme, et d'écarter au contraire les sommes payées en titres de rente ou d'un autre type.

Les émissions de fonds publics au cours de la guerre, sont dès lors indiquées par le tableau suivant :

Années	En millions de francs	
	Capital effectif souscrit aux emprunts consolidés (Bons à court terme, numéraire)	Obligations de la Défense Nationale
1914	805	—
1915	8636	3824
1916	9110	787
1917	9179	210
1918	20748	488
1920	26644	—

Ensemble des émissions de fonds publics pendant la guerre (1).

(1) V. *Annuaire de la statistique générale*, octobre 1922-septembre 1923, p. 208.

Les chiffres des dernières années révèlent une augmentation sérieuse, bien que partiellement artificielle, étant donné le développement naissant de l'inflation. Les emprunts d'Etat, en tous cas, n'ont pas atteint au cours même des hostilités, leur maximum. On se souvient qu'il en a été différemment en Angleterre. Sans faire état en effet, de la supériorité numérique absolue des chiffres anglais, la comparaison n'étant guère possible entre des évaluations qui n'ont pas rigoureusement les mêmes bases, il demeure que c'est en 1917 et en 1918 que les dirigeants britanniques ont réalisé le plus gros effort financier de l'époque, alors que les emprunts publics ne devaient connaître en France semblable ampleur que dans les années suivantes.

Le marché des émissions privées a accusé dans les deux pays, des répercussions qui traduisent ce décalage. Les placements en valeurs industrielles ont justement atteint en Angleterre, leur minimum en 1916, 1917 et 1918 (1). A pareille époque, les émissions de cette catégorie accusaient au contraire en France une légère recrudescence.

Années	En millions de francs			Proportion sur ensemble des émissions publiques et privées
	Sociétés françaises	Sociétés étrangères	Total	
1914	1272	1202	2474	62 %
1915	69	83	152	1,9 %
1916	315	130	445	5 %
1917	1520	290	1810	20 %
1918	1334	107	1441	7 %

Emissions privées en France durant les hostilités (2).

(1) Voir chiffres cités plus haut, page 29.

(2) V. *Annuaire de la statistique générale*, octobre 1922-septembre 1923, p. 220.

Des statistiques établies en livres sterling, confirment cette évolution que l'on pourrait être tenté d'attribuer à la seule influence de l'inflation.

En millions de livres sterling				
1914	1915	1916	1917	1918
72	12	22	74	68

Emissions privées en France pendant la guerre (d'après le Board of Trade Journal).

Les circonstances ont été certainement moins favorables à la politique des placements extérieurs, comme l'indiquent clairement les chiffres cités ci-dessus. Les prohibitions gouvernementales, la législation de 1916, les craintes désormais justifiées des capitalistes, ne pouvaient qu'entraîner, en effet, l'abandon progressif d'une orientation financière qui avait si longtemps prédominé en France.

La guerre devait même, provoquant la multiplication des opérations inverses, déterminer une liquidation partielle de notre portefeuille de valeurs étrangères. Permettant de solder les déficits de la balance commerciale ou de favoriser la concession à l'étranger, d'emprunts importants, ce procédé constituait un précieux moyen de transfert, indispensable au soutien, sur le marché des changes, de la devise nationale.

L'Angleterre et l'Allemagne avaient inégalement usé des services que leur fortune extérieure était susceptible de rendre en temps de guerre. La France n'a pu le faire de son côté que dans des limites relativement restreintes.

tes (1). Le conflit mondial ayant été fatal à une grosse partie de nos avoirs étrangers, beaucoup de nos titres originaires des pays belligérants, n'avaient plus de valeur internationale : tels les fonds russes, autrichiens, hongrois, les titres ottomans, helléniques, balkaniques et portugais. N'étaient utilisables désormais que les valeurs provenant des Etats-Unis, du Canada, du Brésil, de la République Argentine, de l'Uruguay, de l'Espagne, de la Suisse, des Pays Scandinaves, de l'Egypte, du Canal de Suez... Sur les 45 milliards de francs des disponibilités extérieures, un quart environ devait dès lors faire l'objet d'une liquidation.

Cette dernière s'est réalisée à deux époques et sous deux formes distinctes. Les capitalistes français, tout d'abord, désireux de profiter des dénivellations des changes, avaient commencé, dès 1915 à se débarrasser de leurs valeurs étrangères. C'est ainsi que la prime de la peseta sur le franc, qui en 1916 s'élevait déjà à 16 %, fut à l'origine d'une réduction importante de notre créance extérieure espagnole. La France ayant été, avant la guerre, un des plus gros créanciers de la Suisse, il en fut donc de même pour les emprunts helvétiques. D'autres valeurs encore, scandinaves, hollandaises, argentines, japonaises et américaines, furent entraînées dans ce mouvement. Encore est-il que les défauts inhérents à notre système fiscal avaient déterminé la création de titres spéciaux au marché de Paris, non-négociables sur les autres places. Mais cette difficulté pouvait être tour-

(1) V. Lucien Petit : *Histoire des finances extérieures de la France*, p. 50 et suiv.

née en rétrocedant les valeurs que l'on désirait liquider aux sociétés émettrices elles-mêmes. Encore fallait-il cependant, à cette fin, que les titres fussent réunis en assez grand nombre dans les mêmes mains. Le trésor seul pouvait donc se charger désormais de l'opération, ce qui nécessita l'intervention des pouvoirs publics. Ceux-ci procédèrent en même temps à une autre méthode de mobilisation des créances étrangères sous forme de mise en gage des titres que l'on ne pouvait négocier.

Ce second procédé devait même être tenté sur une vaste échelle dès l'année 1916. Les événements de Verdun avaient entraîné de formidables dépenses nécessitant de nouveaux emprunts extérieurs. Mais ceux-ci n'étaient réalisables qu'avec la constitution de gages sérieux. Aussi, l'Etat procéda-t-il dans ce but, à la mobilisation des titres nécessaires, se réservant un droit ultérieur d'achat définitif. Le premier essai fut couronné de succès puisqu'en moins de trois mois le Ministère des Finances avait reçu de l'épargne privée plus d'un milliard de titres. Ces derniers, cédés à titre de gages aux banques étrangères, permirent l'obtention de crédits importants en Espagne, en Hollande, au Danemark et aux Etats-Unis. En 1917, 2 milliards de valeurs avaient ainsi reçu cette destination particulièrement précieuse. Mais cependant, dès cette époque, l'enthousiasme des porteurs se ralentissait, la hausse des changes enlevant progressivement tout intérêt à l'opération. Or il n'a jamais été recouru en France, aux mesures quasi-coercitives que l'Angleterre employait parallèlement et vers la fin de la guerre, il devenait dès lors de plus en plus difficile de

contracter des emprunts extérieurs, faute de gages possibles.

La France avait toutefois, à la fin de la guerre, cédé en nantissement, pour plus de 3 milliards de francs de ses titres étrangers et en avait vendu pour la même somme. Il convient d'ajouter à ces chiffres le montant des coupons non rapatriés pendant la période des hostilités.

Aussi notre fortune extérieure accusait-elle à la fin de la guerre, une diminution assez considérable. Il est possible de dresser le bilan suivant (1) des pertes qu'elle avait subies : 20 milliards de francs de valeurs environ avaient été réduits à néant par les conséquences du conflit mondial. Ils se répartissaient ainsi :

12 milliards de fonds russes, 2 milliards de fonds turcs, 1 milliard de valeurs allemandes, 1 milliard de fonds bulgares, roumains et grecs.

3 milliards avaient accusé, du même fait, une très sérieuse dépréciation. Il s'agissait des fonds italiens, de divers fonds ou valeurs turcs, serbes, bulgares, roumains et grecs.

3 milliards enfin de titres avaient été vendus. C'était surtout, nous l'avons vu, des valeurs américaines, anglaises et égyptiennes.

Il restait donc sur les 45 milliards de francs de 1914, 19 milliards environ de valeurs étrangères, qui représentaient, si l'on tient compte de la dépréciation crois-

(1) V. Meynials : La Balance des comptes en 1924, *Revue d'Économie politique*, 1925, p. 35,

sante du franc, une somme de 40 à 50 milliards de francs. Les titres qui avaient ainsi survécu, provenaient d’Egypte et de Suez, des Etats-Unis, du Canada, de l’Angleterre, des Pays-Bas, de la Suisse, d’Espagne, du Portugal et de l’Argentine. Les revenus annuels de ce portefeuille représentaient encore, à la fin de 1923, 2 milliards 500 millions de francs, alors qu’ils s’étaient élevés en 1913 à 2 milliards 300 millions de francs or, soit 6 milliards 900 millions de francs de 1923, environ.

La France avait ainsi perdu, dans la lutte mondiale, les deux tiers de ses avoirs extérieurs. Elle devait traverser bien des vicissitudes avant de retrouver les possibilités d’expansion financière qu’elle devait, avant la guerre, à sa remarquable puissance d’épargne.

CHAPITRE TROISIÈME

Les transformations profondes de la politique financière depuis la guerre

Si la guerre a quelque peu modifié en Angleterre la politique traditionnelle d'expansion et retardé en Allemagne la reprise des investissements industriels, elle a provoqué des conséquences beaucoup plus durables en France, affectant non seulement l'importance des investissements à long terme, mais aussi l'orientation de l'épargne.

Après que les répercussions immédiates du conflit aient eu détourné les disponibilités nationales de leurs destinations antérieures, ses conséquences plus lointaines devaient, contrairement à ce qui se passait dans les autres pays, maintenir des tendances qui ne sont pourtant pas exemptes de graves inconvénients.

La nécessité de restaurer les régions dévastées, de réparer les destructions matérielles dues à la guerre, ainsi que des événements monétaires considérables, ne pouvaient manquer d'interdire, pour un temps, toute exportation régulière et durable des capitaux.

Mais la stabilité du franc et le redressement économique du pays n'ont point redonné par la suite, à la politique

financière française, le caractère international qu'elle avait perdu du fait du conflit, car de nouveaux facteurs défavorables à toute expansion, conséquence non immédiate mais malgré tout certaine de la guerre, sont alors intervenus.

L'élévation de certaines charges fiscales, puis surtout un sentiment persistant d'insécurité générale, qui a précédé la crise et s'est encore aggravé avec le développement de la dépression mondiale, sont les causes essentielles du caractère actuel de la politique des capitaux en France et notamment de l'orientation improductive désormais imposée à l'épargne.

SECTION I. — 1919-1926 : INFLUENCE DES NÉCESSITÉS DE
RESTAURATION ÉCONOMIQUE ET DES ÉVÉNEMENTS MONÉ-
TAIRES SUR L'ORIENTATION DES CAPITAUX.

Les conséquences économiques et monétaires de la guerre devaient imposer à l'orientation de l'épargne des transformations significatives de l'atmosphère des premières années de paix.

Les destructions provoquées sur le sol national par l'invasion ennemie et dont la réparation devait être immédiate, puis l'inflation grandissante qui entraînait la dépréciation parallèle du franc, ont exercé une action successivement prépondérante.

Les nécessités d'une restauration économique paraissent avoir dominé les tendances du marché jusqu'en 1924. Elles se sont traduites par l'importance des investissements industriels ainsi que par les premiers succès

des organismes de crédit que l'Etat avait institués pour assumer l'œuvre des réparations.

Années	En millions de francs Sociétés françaises		Total
	Actions	Obligations	
1919	2309	1 778	4087
1920	5162	3832	8994
1921	3520	3234	6574
1922	1265	2577	3782
1923	2137	2667	4814
1924	3895	1244	5139
1925	2654	1035	3684

Emissions intérieures privées de 1919 à 1925 (1).

Les émissions de sociétés ont été considérables surtout en 1920. Elles traduisent par la suite un léger déclin imputable à la crise de 1921. Une autre manifestation de cette dépression économique, apparaît d'ailleurs, non plus dans l'importance, mais dans la nature des placements. Les actions ont dominé jusqu'en 1921, puis ensuite les obligations ont gagné à leur tour la faveur du public.

Ce succès des valeurs à revenu fixe ne devait cesser qu'avec l'accentuation de la dépréciation monétaire en 1924. L'évolution du marché des emprunts publics permet mieux encore que celle des émissions de sociétés privées, de s'en rendre compte :

(1) V. *Annuaire de la statistique générale*, octobre 1928-septembre 1929, p. 323.

Années	Crédit National et Groupements de Sinistrés	Chemins de fer	Villes et Départements	Etat (1)	Total
En millions de francs					
1919	4000	1956	1500	—	7456
1920	4000	1057	—	29644	34701
1921	5116	2958	2210	—	10284
1922	10328	2114	175	—	12617
1923	5694	2193	443	16084	24414
1924	1636	2434	50	4904	9024
1925	—	1426	570	5954	14163

Emissions des collectivités publiques de 1919 à 1925 (2).

La réussite des émissions du Crédit National jusqu'en 1924 est particulièrement remarquable ; elle prouve la solidité du crédit de l'Etat avant que la chute de la devise nationale n'ait été réellement menaçante.

Mais l'appauvrissement financier provoqué par la guerre et dont les expédients de trésorerie n'avaient que retardé la consécration définitive, devait se traduire par une dépréciation si accusée de la devise nationale à partir de 1923, que les événements monétaires allaient désormais exercer une influence prépondérante sur la vie économique et financière du pays.

La baisse considérable du franc a déterminé une diminution sérieuse des investissements intérieurs, notamment des souscriptions aux fonds publics, en

(1) Emprunts perpétuels à long terme, non compris les bons du Trésor et de la Défense Nationale.

(2) V. *Annuaire de la statistique générale*, octobre 1928-septembre 1929, p. 323.

même temps qu'elle provoquait sous diverses formes, la fuite des capitaux.

Années	Sociétés françaises		En millions de francs			Etat	Total
	Actions	Obligations	Crédit National et Groupements de Sinistrés	Chemins de fer	Villes et Départe- ments		
1924	3895	1244	1636	2434	50	4904	14163
1925	2654	1035	—	1426	570	5934	11619
1926	2884	1883	39	2292	1350	4037	12485

Emissions publiques et privées intérieures de 1924 à 1926 (1).

A la faveur de cette régression des placements intérieurs, les émissions des titres étrangers sur le marché français n'ont pu, malgré tout, prendre une importance considérable, en raison des obstacles inhérents à la législation alors en vigueur (2). L'augmentation des acquisitions de valeurs étrangères s'est donc réalisée surtout par des achats de titres étrangers en dehors du marché officiel et par l'intermédiaire des banques. D'après les estimations de M. Meynial, les investissements extérieurs sont passés de la sorte de 202 millions en 1920, à 256 millions en 1922 et à 1.222 millions en 1923, pro-

(1) V. *Annuaire de la statistique générale*, octobre 1928-septembre 1929, p. 323.

(2) La loi du 31 mai 1916 interdisait, sauf autorisation spéciale du Ministère des Finances, l'émission, l'exposition, l'introduction sur le marché français, de titres nationaux ou étrangers. Ces dispositions furent maintenues en ce qui concerne les seconds par la loi du 31 décembre 1920.

gression plus que proportionnelle à la chute parallèle du franc (1).

Mais, de même qu'en Allemagne, à semblable époque, la dépréciation monétaire devait déterminer aussi des évasions financières considérables (2). M. Meynials évalue à 10 milliards en 1924 et en 1925, et 17 milliards en 1926, le volume de ces exportations invisibles (3).

Les phénomènes inverses de rapatriement qui se sont produits lors de la stabilisation de fait, ont confirmé d'ailleurs par leur ampleur l'importance de ces chiffres. Mais cette réintégration intérieure révèle en outre une différence très importante quant au sujet traité ici, entre les évasions de capitaux en Allemagne et en France. Alors que les premières donnaient lieu en grande partie, à des investissements durables à l'étranger, il semble qu'au contraire, les disponibilités qui ont été exportées par la France à cette époque, n'ont reçu pour la plupart, qu'une destination temporaire. Ce caractère enlève donc à ces mouvements de capitaux, la portée économique d'une véritable politique financière.

(1) V. Meynials : La Balance des comptes en 1924 ; *Revue d'Economie Politique*, 1925, p. 34.

(2) Les procédés utilisés ont été, soit le non rapatriement des créances sur l'étranger, soit l'exportation matérielle des capitaux par l'intermédiaire des succursales des banques étrangères en France. Celles-ci présentaient au comité de contrôle et d'exportation des capitaux, des coupons de titres français qu'elles déclaraient appartenir à des étrangers et obtenaient ainsi l'autorisation de transférer à l'étranger la valeur de ces coupons. V. *Revue d'Economie Politique*, 1925, p. 50 et 53.

(3) V. Meynials, *Revue d'Economie Politique*, 1927, p. 271.

Il reste, qu'exportée ou thésaurisée, l'épargne française a tenté d'échapper, pendant deux années de graves perturbations monétaires, à l'instabilité et à l'insécurité de la devise nationale. Cette situation ne devait s'améliorer qu'avec l'entreprise de stabilisation qui, mise en œuvre sous l'autorité d'un gouvernement énergique, devait inspirer à nouveau à l'intérieur comme à l'extérieur, une confiance qui n'a depuis cessé de s'accroître.

SECTION II. — 1926-1929 : PÉRIODE DE STABILITÉ MONÉTAIRE, MAIS PERSISTANCE DU CARACTÈRE NATIONAL DU MARCHÉ DES ÉMISSIONS EN FRANCE.

Si la stabilité monétaire, réalisée en fait dès 1926, et légalement instaurée le 25 juin 1928, a provoqué le rétablissement en France de l'ancien équilibre économique, elle n'a pu préparer une évolution aussi décisive dans le domaine financier.

Sans doute la France allait-elle perdre peu à peu la situation industrielle privilégiée que lui avaient valu les années de dépréciation monétaire, pour redevenir le pays largement importateur qu'elle était de tradition avant la guerre. Mais alors que, pour compenser ce déclin de l'expansion économique, devenait nécessaire comme autrefois, une large politique d'exportation de capitaux, l'épargne nationale ne s'est orientée que très lentement et très faiblement vers les débouchés extérieurs.

Dès avant la crise mondiale, les répercussions lointaines de la guerre semblaient donc avoir porté une

atteinte profonde au caractère international du marché des placements à long terme.

Les tendances d'autrefois ont par contre réapparu dans le domaine des placements intérieurs à la faveur de l'activité générale qui a précédé la dépression actuelle. Les émissions industrielles n'ont sans doute pas dépassé, comme elles le faisaient avant la guerre, le volume des emprunts publics, mais elles ont certainement absorbé malgré tout, la majeure partie des disponibilités nouvelles d'épargne. Un grand nombre des émissions des collectivités publiques réalisées au cours de cette période, ne tendait en effet qu'à consolider la dette flottante antérieure.

Années	Actions	En millions de francs Obligations					Total
		Sociétés	Crédit National et Groupements de Sinistrés	Chemins de fer	Villes et Départe- ments	Etat	
1926	2884	1883	39	2292	1350	4307	11755
1927	4026	2939	429	3847	1032	12680	24953
1928	6496	3404	613	3563	764	12852	27692
1929	8323	6377	406	4140	2491	565	22302

Emissions intérieures publiques et privées de 1926 à 1929 (1).

On voit que les émissions d'actions, dont le succès était alors assuré par la hausse générale des cours en bourse, ont largement dépassé le volume des obligations industrielles parallèlement offertes au public.

(1) V. *Annuaire de la statistique générale de la France*, octobre 1928, septembre 1929, *op. cit.*, p. 297 et suiv.

Ce n'est donc pas dans le cadre des émissions intérieures qu'a commencé de se développer le sentiment de thésaurisation qui caractérise la politique financière actuelle.

Ce dernier s'est manifesté essentiellement dans le domaine des placements extérieurs, et il est par conséquent en partie à l'origine de l'échec de la politique d'expansion financière. Il partage toutefois cette responsabilité avec d'autres facteurs défavorables, dont les plus certains tiennent à la rigueur du régime fiscal et législatif des valeurs mobilières étrangères.

Le système facultatif de l'abonnement permettait sans doute d'assimiler les titres étrangers aux valeurs françaises quant à l'application des tarifs, mais non quant à l'assiette de l'impôt. Les sociétés étrangères se voyaient en effet, contraintes d'acquitter les taxes sur la quantité de leurs titres supposés circuler en France. La détermination de cette quotité imposable dépendait de la libre appréciation du Ministre des Finances et si cette dernière évaluation dépassait le montant des titres effectivement en circulation, la société était obligée de verser au fisc plus qu'elle ne pouvait récupérer sur les porteurs des coupons. Aussi les collectivités étrangères renonçaient-elles souvent aux faveurs illusoires du régime de l'abonnement. Elles étaient alors soumises à un impôt sur le revenu et à un droit de timbre, perçus au taux prohibitif de 25 % et de 4 % (1). Leurs titres ne pouvaient plus en outre bénéficier de l'inscription à la cote officielle.

(1) Les améliorations qui ont été apportées par la suite au régime fiscal, ont été inaugurées par la loi du 25 juillet 1929.

A cette sévérité du système fiscal, s'ajoutaient les réglementations et prohibitions législatives de 1916, 1918 et 1920, soumettant l'introduction ou l'émission des titres étrangers à l'autorisation ministérielle.

Cet ensemble de circonstances défavorables tendait donc non seulement à retarder la reprise d'une politique de placements extérieurs, mais encore à éloigner du marché français, les bonnes valeurs étrangères.

Sans doute la progression des investissements de cette nature a-t-elle été assez sensible entre 1926 et 1929, mais les chiffres demeurent très inférieurs à ce qu'ils étaient avant la guerre.

En millions de francs				
1926	1927	1928		1929
		Actions et Obligations		Actions et Obligations
200	500	350	229	120 980
		579		1100

Placements extérieurs de 1926 à 1929 (Emission et introductions) (1).

L'augmentation encore faible en 1927, est beaucoup plus nette en 1928 et 1929, à la suite de la levée de l'embargo et des atténuations fiscales apportées par la loi du 25 juillet 1929. Mais les placements étrangers atteignent alors 1.100 millions de francs, soit 5 % de

(1) D'après les évaluations de M. Meynials. V. *Revue d'Economie Politique*, La balance des comptes de la France 1927, p. 282 ; 1928, p. 447 et 448 ; et 1929, p. 403.

l'ensemble des investissements seulement. Ils s'étaient élevés en 1913 à 2 milliards 750 millions de francs Germinal ou 58 % du volume total des émissions.

Ce n'est pas pourtant que les disponibilités françaises aient été fortement attirées parallèlement vers d'autres débouchés extérieurs : Sociétés françaises opérant à l'étranger ou Colonies. Les chiffres dans les deux cas, sont en effet, inférieurs ou guère plus considérables.

	En millions de francs									
	I. 1913	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928
Algérie et Tunisie	71,7	107	37,8	46,8	77,8	83,2	42,2	72,7	87,7	201,2
Maroc	24,9	136,1	184,5	292,4	348,6	111	8,4	162	250	417,6
A. O. F., A. E. F.	9,2	150	11,5	23,2	28,6	91,3	32,3	137	239,6	297,4
Madagascar et										
Afrique Orientale.	2,2	34,3	2,5	23,6	5,4	27,1	31,4	20,5	44	52,4
Indochine	6	82,3	9	31,3	35,6	138,4	61,5	198,2	248,3	171,1
Autres colonies ..	4	3,9	24,4	6,5	17,2	46,1	18	42,6	103,5	96,6
	118	513,6	269,7	423,8	513,2	497,1	193,8	633	973,1	1236,3

Emissions des Sociétés Françaises exploitant aux Colonies.

II.										
Europe	105,6	467	107,8	30,4	43,5	123,3	»	21,3	144,1	552,3
Afrique et Asie..	84	91	2,5	10,2	1,9	17,9	»	1,5	25,2	32,5
Amérique	173,3	24	24,4	28,5	28,5	20	»	52,6	126,5	266,3
	337,9	582	134,7	69,1	73,9	161,2	»	75,4	295,8	851,1

Emissions des Sociétés Françaises exploitant à l'Etranger.

Emissions des Sociétés Françaises exploitant hors de la Métropole (1).

(1) V. *Annuaire de la statistique générale de la France*, octobre 1928-septembre 1929, p. 321.

Si on additionne les indications numériques obtenues pour ces différents placements au cours de l'année 1928, on obtient un résultat d'ensemble de 2 milliards 587 millions. Certes les disponibilités qui n'étaient pas employées en placements à long terme, ont-elles permis, au début de cette période, la réalisation d'un stock d'or et de devises favorable à la politique monétaire entreprise par la Banque de France. Mais elles sont venues grossir, à partir de 1928, les dépôts dans les banques et dans les caisses d'épargne, alimentant ainsi indirectement soit le volume des prêts extérieurs à court terme, soit les acquisitions traditionnelles de fonds d'Etat (1).

Un autre signe aussi tangible de l'abondance des disponibilités sur le marché français, réside dans l'infériorité constante des taux d'escompte de la place de Paris, relativement aux autres grands centres financiers. Sans doute la différence n'est-elle plus aussi nettement accusée qu'avant la guerre, mais elle n'en demeure pas moins très sensible encore.

Ainsi la France thésaurisait déjà avant la crise et seule l'insécurité politique pouvait expliquer alors une telle attitude. Aussi cette tendance ne pouvait-elle que se maintenir avec le développement de la dépression mondiale,

(1) Le volume des dépôts dans les grandes Sociétés de crédit, s'élevait, au 30 juin 1926, à 22 milliards 400 millions. Il est successivement passé à 22 milliards 500 millions au 31 décembre 1926 ; à 25 milliards 100 millions au 30 juin 1927 ; 26 milliards 400 millions au 31 décembre 1927 ; 28 milliards au 30 mars 1928 ; 33 milliards au 30 septembre 1928, et 34 milliards 700 millions au 31 décembre 1928. V. *Annuaire de la statistique générale de la France*, octobre 1928, septembre 1929, page 328,

et trouver désormais une justification dans les troubles multiples qui se sont succédés depuis 1929.

SECTION III. — 1930-1931 : LA CRISE ET LE MARCHÉ DES
PLACEMENTS A LONG TERME EN FRANCE.

Bénéficiant d'une indépendance relative, l'économie française n'a subi les atteintes de la crise mondiale que d'une manière lente et progressive. C'est ainsi que les répercussions financières ont apparu les premières, devançant d'assez loin les symptômes de la dépression économique, ressentis en France plus tardivement et moins intensément que dans la plupart des autres grandes Nations.

Cette évolution est parfaitement traduite par la physiologie du marché des capitaux à long terme au cours de la période actuelle.

Alors que dans les autres pays la gravité de la crise industrielle déterminait une baisse rapide du volume même des émissions, l'influence des circonstances économiques actuelles ne s'est point traduite en France sous cette forme. Elle a sans doute provoqué une transformation significative dans la nature des placements, mais n'a pas entraîné de diminution sensible dans les chiffres des emprunts des collectivités publiques ou privées.

1929 et 1930 laissent même apparaître une légère augmentation, et si un déclin s'est manifesté en 1931, il n'est que de très faible importance.

Mais l'abandon soudain des valeurs à revenus variables pour les titres à revenus fixes, traduit suffisamment

par ailleurs, l'extension de la dépression économique et le développement du sentiment d'insécurité générale.

Cet état d'esprit a continué d'agir, en outre, dans le domaine des placements extérieurs et malgré une légère augmentation, ces derniers demeurent très largement inférieurs au volume parallèle des investissements intérieurs.

Années	Actions	En millions de francs Obligations					Total	Proportion des valeurs à revenu fixe
		Sociétés	Crédit National	Chemins de Fer	Villes et Départ.	Etat		
1929	8.323	6.377	406	4.140	2.491	568	22.305	58,4 %
1930	4.373	16.109	1.395	4.920	2.354	—	29.151	87 %

Emissions intérieures en 1929 et 1930.

• Les actions qui atteignaient plus de 40 % de l'ensemble des placements en 1929, ne représentent plus que 13 % du même total en 1930 (1).

Mais le volume global des émissions intérieures, loin d'avoir diminué, s'est au contraire assez considérablement accru, passant de 22 milliards 305 millions à 29 milliards 151 millions (2).

Il n'y a pas eu de changement aussi considérable dans le domaine des placements extérieurs, pour cette

(1) V. *Bulletin trimestriel de la statistique générale de France*, avril-juin 1932.

(2) Cette augmentation semble tenir son origine plutôt de l'abondance de disponibilités libérées grâce au succès de la politique de la caisse d'amortissement, que d'un développement du volume de l'épargne annuelle.

raison que, dès avant la crise, le public avait déjà, dans cette catégorie d'investissements, manifesté une préférence très nette à l'égard des valeurs à revenu fixe.

	En millions de francs	
	1929	1930
Gouvernement	480	160
Obligations	500	754
Actions	120	320
	1.100	1.234

Placements extérieurs en 1929 et 1930 (1).

Les émissions et introductions de valeurs étrangères accusent une très légère augmentation. Les capitaux investis dans les Sociétés françaises opérant à l'étranger, ont également été l'objet d'une progression semblable. Par contre, les placements dans les entreprises coloniales sont légèrement en déclin, mais cette régression est plus que compensée par le développement parallèle des emprunts des collectivités publiques de nos possessions d'outre-mer.

(1) V. M. Meynials, *Revue d'Econ. Pol.*, 1931, La balance des comptes en 1930, p. 514.

	En millions de francs	
	1929	1930
I. — Algérie et Tunisie	267,6	263,1
Maroc	142	377,2
A. O. F. et A. E. F.	499,1	262,6
Madagascar et Afrique Orientale	68,6	32,9
Indochine	204,4	243,1
Autres	310,9	185,3
	1.492,6	1.364,2
Emprunts des collectivités publiques .	414	1.343
	1.906,6	2.707,2

Emissions des collectivités publiques et privées coloniales.

II. — Europe	497,9	277,6
Afrique et Asie	81,1	109,6
Amérique	161,7	541
	740,7	928,2

Emissions des Sociétés françaises exploitant à l'étranger.

Emissions des collectivités françaises exerçant leur activité hors de la métropole (1).

En tenant compte des 1.343 millions d'obligations émises par les gouvernements coloniaux, on constate que les placements extérieurs qui s'élevaient en 1929 à 3 milliards 400 millions de francs, atteignaient en 1930, 4 milliards 878 millions, soit 15 % du total des investissements. Malgré une augmentation assez sensible, cette proportion demeure encore faible, surtout au cours d'une année où l'épargne s'orientait encore largement vers les placements à long terme. Il n'en a pas été différemment en 1931.

(1) V. *Bulletin trimestriel de la statistique générale de la France*, avril-juin 1932.

D'ailleurs, contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des autres pays et notamment en Angleterre et en Allemagne, l'année qui vient de s'écouler, marquée pourtant par un développement inquiétant des difficultés économiques intérieures, n'a déterminé aucun changement notable sur le marché national des émissions.

Sans doute le volume global des placements intérieurs à long terme, a-t-il légèrement décliné sous l'influence essentielle de la baisse des émissions industrielles. Mais cette régression demeure beaucoup moins importante que celles qui ont été enregistrées parallèlement sur les autres marchés étrangers.

Années	Actions	En millions de francs Obligations					Total	Proportion des valeurs à revenu fixe
		Sociétés	Crédit National	Chemins de Fer	Villes et Départ.	Etat		
1930	4.373	16.109	1.395	4.920	2.354	—	29.151	87 %
1931	2.048	12.131	2.198	6.214	3.554	—	26.145	92,4 %
1932 (1 ^{er} tr.)	358	1.168	—	2.177	—	—	3.643	90 %

Emissions intérieures publiques et privées de 1930 à avril 1932 (1).

Le mouvement des placements extérieurs n'a pas subi de modification plus considérable par rapport aux années 1929 et 1930.

Si l'on se réfère aux émissions et introductions de valeurs étrangères, on constate sans doute une augmentation sensible des investissements de cette nature. Mais

(1) Renseignements recueillis à la statistique générale de la France le 22 avril 1932 et devant paraître dans le Bulletin trimestriel d'avril-juin 1932,

on ne peut déterminer sur l'ensemble des chiffres indiqués ici, dont l'importance correspond à un maximum qui n'a probablement pas été atteint, la proportion des titres effectivement souscrits en France. D'après les renseignements recueillis à la statistique générale de la France (1), ces émissions et introductions représentent, pour l'année 1931, un ensemble de 2 milliards 671 millions de francs, en augmentation assez nette par conséquent sur les placements à l'étranger de l'année précédente.

Les émissions des Sociétés Françaises exploitant hors de la métropole, accusent par contre une régression importante sous l'influence de la crise. Mais, comme en 1930, ce déclin est plus que compensé par le développement des emprunts des collectivités publiques coloniales.

	En millions de francs	
	1930	1931
Algérie et Tunisie	263,1	205,3
Maroc	377,2	154,7
A. O. F. et A. E. F.	262,6	49,6
Madagascar et Afrique Orientale	32,9	50,7
Indochine	243,1	134,4
Autres	185,3	101,1
	1.364,2	695,9

Emissions des Sociétés françaises exploitant aux Colonies,

(1) V. *Bulletin trimestriel de la statistique générale de la France*, avril-juin 1932, *op. cit.*

Emprunts des collectivités publiques coloniales	1.343	2.493
Europe	277,6	577,9
Afrique et Asie	109,6	25
Amérique	541	17,5
	928,2	620,4

Emissions des Sociétés françaises exploitant à l'étranger.

Emissions des collectivités françaises exerçant leur activité hors de la Métropole (1).

En groupant l'ensemble de ces indications numériques, on obtient, pour les placements extérieurs de l'année 1931, le chiffre global de 6 milliards 480 millions de francs, soit 20 % du total des investissements réalisés en France, contre 4 milliards 878 millions et une proportion de 15 % en 1930.

L'augmentation, bien que notable, reste inférieure au développement parallèle des disponibilités du marché. Rien ne le prouve plus sûrement que la progression des dépôts dans les banques privées au cours de l'année précédente (2).

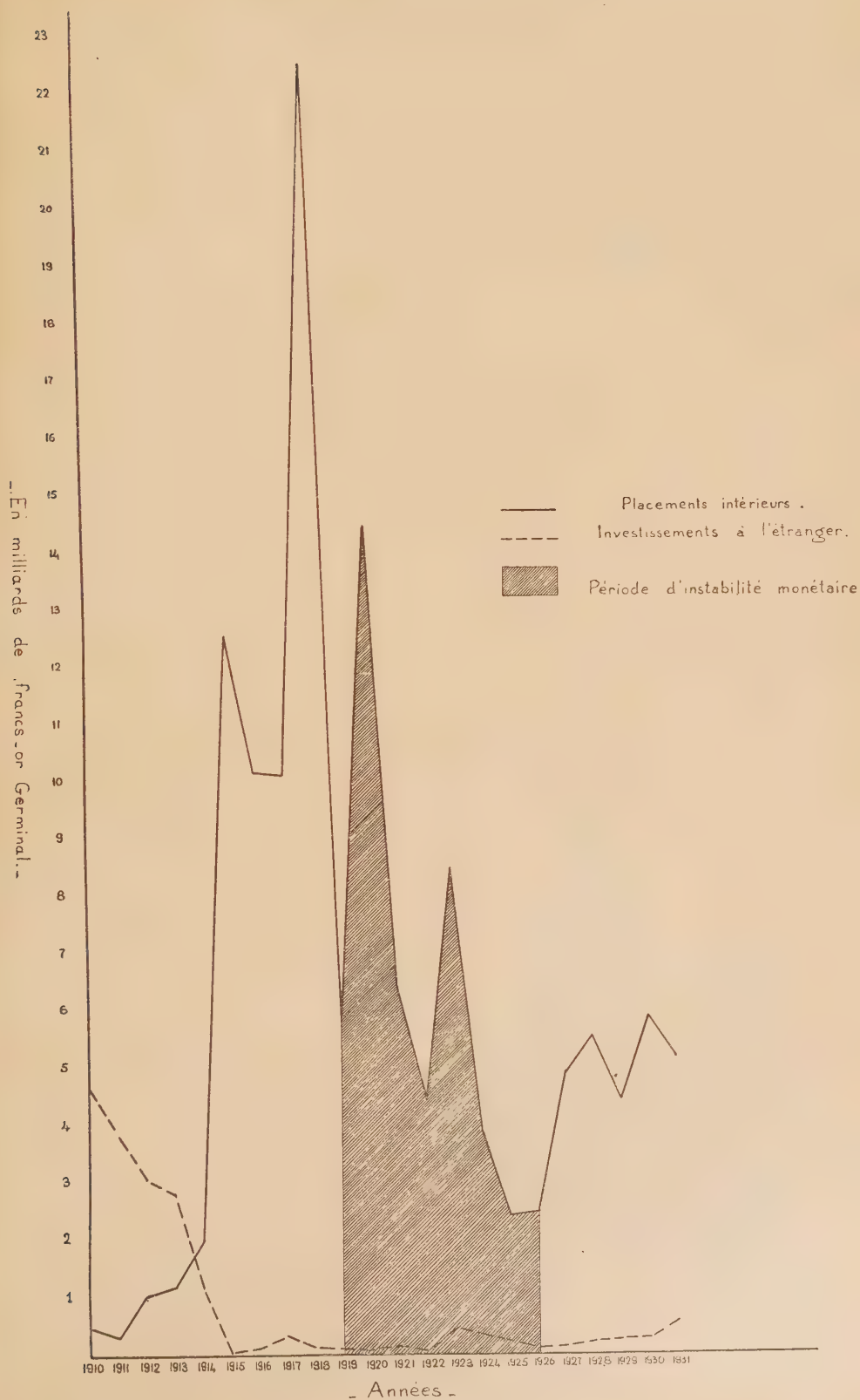
La thésaurisation a donc continué de se manifester essentiellement au détriment des possibilités d'expansion financière.

C'est en effet le souci, de plus en plus justifié, d'une sécurité extérieure trop souvent compromise, qui semble avoir dominé en France, au cours de ces dernières

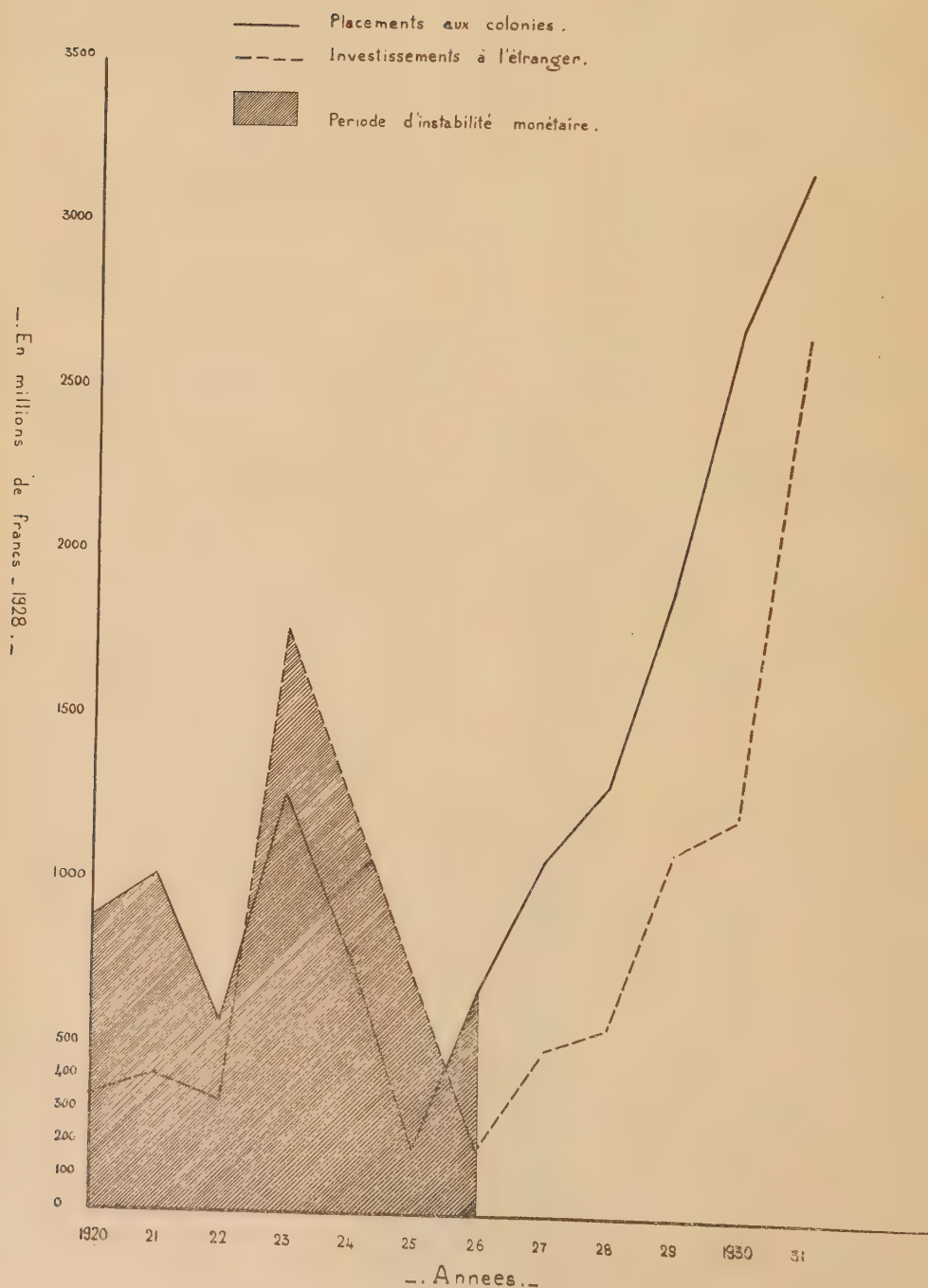
(1) V. Statistique générale, *Bulletin trimestriel*, avril-juin 1932 *op. cit.*

(2) Les dépôts, dans les banques privées, sont passés de 37 milliards à la fin de 1930 à 38 milliards 500 millions en décembre 1931.

Placements intérieurs et investissements à l'étranger sur le marché de Paris de 1910 à 1931



Evolution sur le marché de Paris
des placements aux colonies
et des investissements à l'étranger
de 1920 à 1931. —



années, et avoir donné à la politique financière d'après-guerre, un caractère de prudence, répondant aux nécessités présentes mais non peut-être à l'avenir économique du pays.

TITRE SECOND

Les résultats et les perspectives de la politique des capitaux à long terme en France

CHAPITRE PREMIER

Les conséquences de l'orientation essentiellement nationale des capitaux

Inspirée par un sentiment bien légitime de sécurité, la politique financière française devait présenter un caractère de mesure qui a parallèlement fait défaut dans la plupart des Nations étrangères. Aussi les événements contemporains ont-ils justifié la prudente réserve dont elle a fait preuve et révélé l'opportunité des destinations imposées à l'épargne nationale.

L'insécurité économique, monétaire et surtout politique, a pris en ces deux dernières années, chez les débiteurs éventuels de la France, un tel caractère de gravité qu'elle explique parfaitement une tendance à la thésaurisation qui avait paru jusqu'alors quelque peu prématurée.

Celle-ci contribuait pourtant, avant la crise déjà, à détourner les capitaux français des destinations dangereuses qui, sous l'influence d'une activité trop intense, ont provoqué la surproduction générale, facteur essentiel de la dépression mondiale.

Cette politique devait tendre en outre, à sauvegarder plus récemment l'intégrité des avoirs que l'épargne nationale avait lentement et progressivement reconstituée après la guerre. Les pertes subies à l'étranger, alors que la France bénéficie au contraire d'un afflux de disponibilités, propice à la stabilité monétaire et financière du pays, sont à cet égard suffisamment éloquentes.

Mais il faut se garder, malgré tout, de voir dans cette situation momentanément privilégiée, une prospérité définitive.

Il est au contraire souhaitable qu'une amélioration générale permette le rétablissement en France, d'une politique d'expansion financière qui pourrait rendre aux relations internationales leur régularité d'autrefois, et redonner à la Nation des éléments plus réels de prospérité, nécessaires à son équilibre économique.

★★

Le maintien définitif d'une thésaurisation nationale exagérée des capitaux, entretiendrait en effet des facteurs certains de trouble dans la répartition de l'or, en même temps qu'il continuerait de compromettre le crédit politique de la France par l'apparence d'une richesse illusoire.

Les perturbations dans la répartition du métal précieux se sont manifestées dès la période de stabilisation de fait. A la faveur du solde actif important dont bénéficiait alors l'économie nationale, du rapatriement des disponibilités françaises ainsi que de l'afflux des capitaux étrangers, notre institut d'émission a pu reconstituer une encaisse métallique qui ne devait tarder à se révéler excessive. Le développement progressif et régulier de son portefeuille de devises permettait, en effet, de procéder à des achats d'or toujours plus considérables, et il utilisa largement ce procédé de 1927 à 1929, notamment. Les mouvements de capitaux qui avaient d'abord favorisé une meilleure répartition des richesses métalliques, en provoquant un exode de l'or des Etats-Unis vers l'Europe, ne devaient manquer, en se prolongeant, de déterminer à leur tour assez rapidement, un déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or.

Pour parer à l'afflux des devises, générateur des importations de métal précieux, il fut sans doute procédé à la stabilisation légale du franc qui permettait d'abandonner le « gold exchange standard » pour le « gold bullion standard ». Mais la réforme n'a pu provoquer les effets escomptés, car les importations de devises ont continué, non plus par l'intermédiaire de la Banque de France, mais par l'entremise des établissements de crédit privés, et sous l'influence, dominante désormais, des excédents de la balance des comptes (1). C'était là un nouveau facteur de mouvements d'or en faveur de notre pays.

(1) V. Aftalion : *L'or et sa distribution mondiale*, p. 83 et suiv.

Les avoirs en métal précieux de l'Institut d'émission qui avaient atteint 36 milliards et demi au milieu de 1929, ont donc continué de progresser et s'élevaient en décembre 1931 à 67 milliards 957 millions.

Seule une reprise des placements extérieurs à long terme aurait été susceptible d'endiguer ces importations d'or et de remédier par suite à un déséquilibre, lourd de graves conséquences. Les banques privées ne pouvant laisser s'accumuler dans leurs caisses un stock trop important de devises étrangères, procédaient quelquefois, dès avant la crise, à des achats d'or. Mais c'est surtout avec les progrès de la dépression économique, lorsque les facteurs d'insécurité se sont multipliés, rendant indésirables les placements à court terme eux-mêmes, que ces ventes de devises ont pris une importance exceptionnelle.

Si l'influence de ces perturbations sur l'économie intérieure du pays paraît contestable, il demeure certain par contre que leur persistance ne peut qu'être néfaste au crédit politique extérieur de la France.

De nombreux économistes attribuent à tort à l'accumulation et l'immobilisation intérieure des disponibilités, du fait qu'elles sont à l'origine d'un développement excessif de la circulation monétaire, une action directe sur le mécanisme des prix et, par suite, une influence économique des plus fâcheuses.

La thésaurisation s'est traduite, on l'a vu, par une augmentation de l'encaisse or de la banque d'émission, correspondant à 34 milliards environ depuis 1927 ; elle

est donc responsable de l'extension parallèle de la circulation fiduciaire, qui est passée de 52 milliards 210 millions à plus de 80 milliards de francs, et à laquelle s'ajoute la progression des dépôts dans les banques privées.

Fidèles à la rigueur de la théorie quantitative, certains esprits ont vu, dans ce développement des signes monétaires, la cause directe du maintien en France des prix à un niveau élevé ne correspondant plus aux cours mondiaux, fortement déprimés par la crise générale.

Provoquant la persistance de la vie chère, alors que diminue parallèlement la prospérité économique, cette situation paraît aussi défavorable aux intérêts de la consommation qu'à ceux de la production. L'élévation constante du coût de revient industriel n'est pas faite, en outre, pour stimuler l'activité du commerce extérieur, et paraît ainsi responsable de l'aggravation de la balance des comptes.

Mais si l'expérience de ces dernières années révèle effectivement en France, une rigidité inquiétante des prix, M. le professeur Aftalion a, dans son ouvrage « L'or et sa distribution mondiale » (1), suffisamment établi, semble-t-il que ce n'était pas là l'effet d'un gonflement de la circulation fiduciaire, pour que nous renoncions à attribuer à la thésaurisation des capitaux plus de conséquences qu'elle ne comporte en réalité. Il est de fait que l'inflation monétaire ne peut agir sur les prix que lorsqu'elle aboutit à un développement des revenus, étant destinée à combler une insuffisance budgé-

(1) V. Aftalion : *L'or et sa distribution mondiale*, p. 118 et suiv.

taire ou correspondant à une introduction d'or provoquée par d'abondantes exportations de marchandises. Ce n'est certainement pas ce qui s'est passé en France dans ces dernières années, puisque l'afflux du métal précieux dans notre pays était provoqué soit par des rapatriements de capitaux, soit par l'importation d'avoirs étrangers, soit enfin par l'accumulation et l'immobilisation des soldes actifs antérieurs de la balance des comptes.

Aussi l'évolution des prix intérieurs ne correspond-elle pas exactement dans ses modalités, au développement régulier de la circulation. M. le professeur Aftalion a pu montrer qu'il s'était essentiellement produit une hausse des denrées alimentaires, accompagnée d'une baisse insuffisante des objets fabriqués, et ces phénomènes paraissent tenir tant aux circonstances météorologiques de ces dernières années, déterminant de fréquentes interventions des pouvoirs publics en faveur de l'agriculture, qu'à l'élévation constante des charges fiscales et sociales (1).

La thésaurisation ne semble donc pas avoir, par le jeu d'un gonflement de la circulation monétaire, exercé une influence essentielle sur le mécanisme des prix.

Son action paraît beaucoup plus certaine dans le domaine politique, car elle contribue à entretenir en France une apparence de prospérité qui semble suspecte en période de difficultés générales, et trouble les relations du pays avec ses créanciers aussi bien qu'avec ses débiteurs.

(1) V. Aftalion ; *L'or et sa distribution mondiale*, p. 118 et suiv.

Bénéficiant d'une abondance continue de disponibilités, la France a vu sa situation monétaire rapidement raffermie alors que les plus grandes nations subissaient, du même coup, des perturbations profondes et peu favorables à la solidité de leurs devises.

Aussi cette position privilégiée a-t-elle suscité des convoitises et contribué par son action déprimante sur les changes à renforcer les thèses étrangères qui, attribuant à la France une politique délibérée d'isolement, la rendent responsable d'une crise de crédit qui trouve en réalité, son origine dans une méfiance générale et parfaitement justifiée.

Un tel état d'esprit n'a pas manqué dès lors, de multiplier les exigences de ses créanciers et de maintenir chez ses débiteurs, une tendance fâcheuse à la revision des traités et des dettes antérieures. Les premiers comme les seconds allèguent en effet, en faveur de leurs revendications le principe de la capacité réelle du débiteur qui, au détriment de nos intérêts, semble consacrer les possibilités actuelles de paiement de la France, alors qu'il peut permettre à l'Allemagne de se dégager de ses obligations.

Ces conséquences sont d'autant plus regrettables que le pays n'a rien gagné à une prospérité d'ordre purement monétaire ne répondant nullement à son avenir économique.

★ ★

L'immobilisation intérieure et improductive de l'épargne, imposée par les circonstances présentes, au détriment d'une politique d'expansion financière, paraît en

effet contraire à la prospérité du marché financier national, aussi bien qu'à un équilibre durable de la balance des comptes.

Si le marché de Paris était avant la guerre un des plus grands centres internationaux de distribution d'épargne, son rôle monétaire demeurait secondaire et semblait difficilement comparable au prodigieux essor de la place de Londres dans le domaine des prêts à court terme. La guerre et les difficultés monétaires des premières années de paix, ont sans doute interrompu l'activité du marché français, mais elles n'ont probablement pas modifié ses possibilités, et celui-ci ne peut reprendre rang parmi les grands centres financiers qu'avec un développement de la politique des placements extérieurs à long terme.

Impressionnés cependant par l'afflux considérable en ces dernières années, des devises étrangères, et par le prestige nouveau du franc au milieu d'un désarroi monétaire général, certains esprits ont pensé que l'occasion s'offrait désormais au marché de Paris, de supplanter Londres dont la prospérité s'atténuait quelque peu comme centre international de distribution des disponibilités à court terme. On a songé notamment à donner un essor considérable au commerce des acceptations commerciales. C'est là un effort louable qui ne peut manquer de donner quelques résultats ; mais il se heurte à des limites que le marché français, grâce à la puissance de l'épargne nationale, ne connaîtrait certainement pas dans le domaine des émissions ou introductions de valeurs étrangères.

Si le procédé des acceptations constitue l'emploi à court terme le plus profitable que l'on puisse donner aux disponibilités dont dispose actuellement le marché de Paris, son extension en France rencontre des obstacles à la fois d'ordre technique et économique.

C'est d'abord l'organisation bancaire qui paraît imparfaitement préparée à cette tâche (1). Si de nombreux établissements de crédit sont susceptibles, grâce à la puissance de leurs moyens matériels, de jouer le rôle d'escompteurs, il semble qu'une spécialisation encore insuffisante s'oppose au développement parallèle et nécessaire de la fonction d'accepteurs. La réussite de Londres dans ce domaine est certainement due à l'activité de maisons parfaitement spécialisées et informées, inspirant en outre confiance parce qu'entretenant dans le monde des relations étroites et constantes avec les établissements commerciaux et les négociants avec lesquels elles traitent. On ne peut négliger de rappeler ici l'essai d'organisation, tenté récemment sous forme de création d'une Banque Française d'Acceptations, organe de liaison entre ses fondateurs et ayant pour but de faciliter à ces derniers l'adoption de crédit pour des montants dépassant leur capacité respective d'engagements. Mais on ne peut attribuer à cet établissement une influence trop considérable, car en admettant qu'il parvienne à un volume annuel de 200 à 300 millions (2)

(1) V. Velay, *Le marché monétaire*, p. 51 et suiv., dans « les problèmes actuels du crédit », conférences faites à l'Ecole des Sciences politiques en 1930, et *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 53 et suiv.

(2) La moyenne des acceptations traitées sur le marché de Paris

d'acceptations, il ne pourra guère grossir la somme totale traitée sur le marché que de 10 à 12 % environ (1).

Un progrès plus certain pourrait être obtenu par une amélioration des charges fiscales qui pèsent actuellement sur le commerce des acceptations. En réduisant le droit de timbre de 0,25 % (2), le Parlement s'est sans doute engagé dans cette voie favorable ; mais en supposant, ce qui n'est d'ailleurs pas encore réalisé, que les opérations d'acceptations cessent de coûter plus cher à Paris que sur les autres grandes places, leur essor se heurterait encore à d'autres obstacles.

Ceux-ci sont d'autant plus sérieux, qu'étant d'ordre économique et non plus technique, ils ne paraissent guère susceptibles de quelque atténuation. Les circonstances générales qui ont favorisé le remarquable essor de Londres dans ce domaine ne semblent en effet guère réalisables en France. Le marché de Londres est devenu un grand centre monétaire parce qu'il était surtout un grand centre de commerce et de transit, grâce à la situation insulaire et à la politique de libre échange de l'Angleterre.

La France n'est au contraire qu'à un degré très limité

est actuellement de 3 milliards environ. Ce chiffre reste bien inférieur au volume des affaires de cette catégorie sur la place de Londres, qui s'élève à quarante milliards de francs. V. Velay, *op. cit.*, p. 74.

(1) V. *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 53 et suiv.

(2) Avant la réduction du droit de timbre, l'acceptation en franc coûtait 0,60 % par an de plus que la traite en dollar, et 0,40 % par an de plus que la traite sur Londres, Amsterdam, Zurich, Milan et Oslo. V. Velay, *op. cit.*, p. 86.

un marché international de centralisation et de répartition des grandes matières premières ; le commerce intérieur y occupe une place prépondérante et nos banques trouvent forcément dans les transactions purement nationales l'essentiel de leur activité.

Le marché de Paris ne semble donc pas devoir recouvrer dans l'ordre monétaire la prééminence qu'il a perdue depuis la guerre dans le domaine des prêts à long terme.

Mais si la régression de ces derniers procédés de placement semble ainsi préjudiciable à la prospérité du marché financier national, elle compromet beaucoup plus encore l'amélioration de notre balance des comptes et la formation d'un équilibre économique durable. C'est certainement là, croyons-nous, la conséquence la plus regrettable de la thésaurisation actuelle des capitaux.

Si l'on se reporte en effet au relevé de la balance des comptes en France depuis 1913, on obtient, en ce qui concerne les intérêts dus aux placements extérieurs, le tableau évolutif suivant :

En millions de francs

1913 : 2.300	1916 : 2/100	1919 : 2.500	1922 : 2.500	1925 : 3.000	1928 : 3.500
1914 : 2.000	1917	1920 : 2.000	1923 : 2.500	1926 : 4.000	1929 : 5.500
1915 : 2.000	1918 : 2.000	1921 : 2.500	1924 : 1.800	1927 : 3.500	1930 : 5.100

Intérêts des placements extérieurs de 1913 à 1930 (1).

En tenant compte des valeurs respectives du franc germinal et de la devise de 1928, il reste qu'en 1930 les

(1) D'après M. Meynials, *Revue d'Economie Politique*, *op. cit.*, années 1924 à 1930.

intérêts des placements extérieurs ne représentaient que la moitié à peine des revenus équivalents pour 1913 lesquels s'élèveraient, convertis en monnaie actuelle, à 11 milliards 500 millions de francs (1).

Cette perte est d'autant plus sensible que, dans l'ensemble des profits extérieurs de la France, cet élément actif de la balance présente une régularité particulièrement propice à un équilibre durable.

Il n'en est malheureusement pas de même des postes créditeurs qui sont à l'origine des excédents importants de ces dernières années.

Jusqu'en 1927 le remarquable développement de notre commerce extérieur ainsi que l'activité du tourisme ont été les facteurs essentiels d'une prospérité malheureusement éphémère.

	En millions de francs			
	1924	1925	1926	1927
Excédents de la balance commerciale	1.300	1.400	3.750	282
Tourisme	4.800	9.000	13.000	6.000
Solde actif de la balance des comptes	9.000	10.500	12.405	8.332

Résultats du commerce extérieur et du tourisme de 1924 à 1927.

(1) Un parallèle entre la fortune extérieure française d'avant la guerre et l'importance actuelle des disponibilités nationales à l'étranger reflète d'ailleurs la même différence : 45 milliards de francs germinal en 1914 soit 225 milliards de francs actuels, et 118 milliards de francs d'autre part d'après les évaluations établies en

Mais dès 1928, les déficits apparaissent dans le solde de la balance commerciale, et ils n'ont cessé de progresser régulièrement par la suite.

Le tourisme n'ayant pas subi un déclin semblable est encore à l'origine d'importantes ressources. Celles-ci se sont élevées à 7 milliards 500 millions en 1928 et à 8 milliards 500 millions environ en 1929 et en 1930 (1). Mais il est probable qu'une diminution assez sérieuse apparaîtra dans les chiffres de 1931 qui n'ont pas encore été établis, l'activité touristique ne pouvant être en effet que très sensible à la persistance de la dépression économique.

Obligée donc de substituer exagérément aux placements à long terme, des investissements à brève échéance, la France a certainement perdu de la sorte le facteur le plus sûr et le plus régulier de sa prospérité extérieure.

Mais la perte n'est pas seulement sensible dans le domaine financier. Les placements à long terme, comme l'indique clairement l'exemple de l'Angleterre, ont des répercussions économiques des plus heureuses. Dirigés vers l'intérieur ils contribuent directement à l'expansion de l'industrie nationale ; orientés vers l'étranger, ils préparent les débouchés nécessaires à cette activité extérieure. Soit en favorisant le développement de la consommation dans le pays débiteur, soit en provoquant

1928-1929. En tenant compte d'une légère augmentation depuis cette date on peut évaluer la fortune extérieure de la France à 125 milliards de francs environ. V. *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 81,

(1) V. Meynials, *op. cit.*, années 1924 à 1930,

des accords commerciaux avantageux, ils sont en effet à l'origine d'importantes commandes pour les industries nationales. Ils sont susceptibles, il est vrai, de contribuer aussi au développement d'industries dont la concurrence peut-être dangereuse pour l'activité économique du pays, et les rivalités qui sont nées entre l'Angleterre et certains de ses Dominions paraissent, à cet égard, suffisamment instructives. Mais ce problème semble devoir être résolu par une politique judicieuse des débouchés offerts à l'épargne nationale et non par une abstention qui par ailleurs, présente de graves inconvénients.

Après avoir si longtemps sacrifié au facteur sécurité, il serait donc souhaitable que la France puisse donner maintenant, avec l'apaisement des difficultés présentes, un caractère largement productif à sa politique financière.

CHAPITRE DEUXIEME

Les débouchés productifs qui s'offrent à l'épargne française

L'Allemagne et l'Angleterre ont pu, en dépit des difficultés rencontrées après la guerre, maintenir une politique financière productive. Exportant exagérément leurs capitaux ou préparant un essor intensif de leur industrie nationale, ces deux pays devaient même dépasser la mesure de leurs possibilités. Et si la France ne doit plus sans doute, dans un avenir qu'il faut espérer prochain, abandonner à la stérilité les ressources considérables dont elle dispose, encore lui faudra-t-il tempérer ses efforts de la modération qui convient à l'importance réelle de sa fortune et de sa puissance.

Sa politique future ne peut en outre que très inégalement s'inspirer des exemples qui lui ont été offerts.

Il convient certainement de répondre aux besoins de l'industrie intérieure dont l'essor est lié à de larges investissements de capitaux. Ce développement toutefois ne peut et ne doit atteindre l'ampleur qui l'a caractérisé en Allemagne, car la France ne saurait trouver dans une expansion économique forcément limitée, le facteur d'un

équilibre durable. Bénéficiant d'une autonomie relative dans le domaine des ressources agricoles, elle demeure un pays de larges importations industrielles et doit donc, tout comme l'Angleterre, suppléer à cette dépendance économique par les revenus de son expansion financière.

Les limites mêmes qui s'imposent au développement de l'industrie métropolitaine destinent dès lors tout naturellement les disponibilités qui résultent des excédents encore importants de notre balance des comptes, à une utilisation extérieure, aux colonies ou à l'étranger.

★
★ ★

Étroitement lié aux destinées du marché national, le développement de l'activité industrielle ne semble pas devoir dépasser en France les possibilités actuelles de l'épargne intérieure.

L'expérience de ces dernières années a suffisamment prouvé que l'expansion économique qu'a connue le pays après la guerre n'était due qu'à des circonstances exceptionnelles, et ne pouvait être par suite qu'éphémère.

Le phénomène de la prime à l'exportation, facteur essentiel de cette prospérité, n'a pu jouer effectivement en France que sous l'influence momentanée de la dépréciation monétaire, et du fait de l'adaptation tardive des prix intérieurs aux cours mondiaux. Cette période s'est toutefois suffisamment prolongée pour déterminer pendant plusieurs années un excédent important de la balance commerciale, lequel s'est maintenu quelques temps encore, après la stabilisation. Mais le retour à la parité

monétaire devait marquer la fin des circonstances exceptionnelles qui avaient favorisé l'expansion de l'industrie française. Cette évolution s'est traduite dans les résultats successifs de la balance des comptes, qui retrouvait désormais sa physionomie d'avant-guerre, caractérisée par les déficits accusés du commerce extérieur (1).

L'industrie nationale rencontrait de nouveau, dans l'élévation persistante du prix de revient intérieur le facteur défavorable qui s'oppose normalement en France à une expansion économique très importante. Ces circonstances présentent d'ailleurs un caractère de permanence que n'avait malheureusement pas la prime à l'exportation. Elles sont imputables en effet à des facteurs dont il paraît difficile d'atténuer l'influence: l'insuffisance des ressources minières, situation naturelle que l'on ne peut améliorer; le poids des charges fiscales, relativement plus lourd en France que dans la plupart des autres grands pays industriels; le taux élevé des salaires, difficilement compressible dans un pays où la main-d'œuvre est normalement rare, et le progrès des idées sociales et du bien-être particulièrement accusé. Ces éléments provoquent dès lors une véritable prime à l'importation qui explique et justifie le maintien d'une rigoureuse protection douanière. Sans doute la France peut-elle assurer à certains objets finis et à ses articles de luxe de larges débouchés extérieurs; mais elle paraît

(1) Les déficits apparus depuis 1928 se sont progressivement élevés à 4 milliards 480 millions, en 1929 à 10 milliards 11 millions, et en 1930 à 9 milliards 515 millions. V. Meynials, *op. cit.*

trop défavorisée dans le domaine de la grosse industrie, pour tenter de rivaliser avec les autres grandes puissances économiques.

L'activité de l'industrie nationale paraît ainsi, par la force même des choses, essentiellement dirigée vers les débouchés du marché intérieur. Les besoins de ce dernier se sont sans doute très fortement développés depuis la guerre. Après avoir accompli une importante entreprise de restauration économique, destinée à réparer les destructions matérielles issues de la guerre, la France doit encore maintenir son rang de grande nation moderne, et par suite consacrer des capitaux considérables à la réalisation d'un équipement économique dont les perfectionnements et les transformations suivent le rythme des progrès incessants de la technique. De grands travaux sont ainsi à l'heure actuelle en préparation ; ils visent essentiellement l'électrification des chemins de fer, la captation des forces hydrauliques, l'aménagement des mines et des ports.

Mais si vastes que soient ces entreprises, leurs besoins financiers ne paraissent pas dépasser les possibilités normales de l'épargne intérieure.

Les expériences de ces dernières années ont sans doute laissé apparaître que les revenus tirés de l'extérieur avaient parfois soutenu l'activité de l'industrie métropolitaine. M. le professeur Aftalion (1) a clairement montré que, contrairement à la thèse des transferts, les excédents de la balance des comptes étaient effectivement suscep-

(1) Voir *L'or et sa distribution mondiale*, p. 202 et suiv.

tibles de recevoir une destination nationale productive, et la chose s'est produite en 1927 et 1928. Il paraît toutefois que cette orientation des revenus extérieurs n'a jamais été très considérable, et l'ampleur des investissements à court terme depuis la guerre sous forme de bons du Trésor ou de dépôts dans les grandes banques, ainsi que celle des réexportations de capitaux à brève échéance, tendent suffisamment à le prouver.

En 1930, les émissions de valeurs mobilières industrielles ont atteint le chiffre de 20 milliards de francs, alors qu'elles ne s'élevaient en 1913 qu'à 2 milliards de francs germinal, soit 10 milliards de francs actuels. Il semble donc que les industries métropolitaines aient été cette année-là abondamment pourvues en capitaux. Or les dépôts bancaires n'ont parallèlement cessé de croître ainsi que les réexportations de disponibilités à long ou à court terme qui, la même année, représentaient 7 milliards 315 millions de francs.

Sans doute le marché intérieur a-t-il bénéficié en 1930 des abondantes ressources libérées des fonds publics grâce au succès d'une vigoureuse politique d'amortissement.

Mais si c'était là un facteur exceptionnel d'accroissement des disponibilités, les circonstances, qui depuis la guerre limitaient l'épargne ou la détournaient d'investissements intérieurs productifs, semblent par ailleurs avoir perdu progressivement de leur influence.

La fortune nationale avait été profondément atteinte par les destructions issues du conflit. Les exigences budgétaires, l'insécurité monétaire, devaient ensuite pro-

longer la période d'indigence financière, en ralentissant le rythme de reconstitution de l'épargne. Si l'un de ces facteurs défavorables a disparu avec la stabilité de la devise nationale, le second n'a pu sans doute qu'être très faiblement atténué. Les budgets actuels représentent encore en effet le double en valeur or de ce qu'ils étaient avant la guerre, et la crise présente ne peut que retarder le succès définitif de la politique d'amélioration fiscale, tentée au cours de ces dernières années. Mais il est permis de penser malgré tout, que les difficultés budgétaires trouveront une solution naturelle dans le retour de la prospérité économique et que, les charges du conflit mondial définitivement liquidées, notre système d'impôts pourra s'adapter plus aisément aux facultés contributives du pays.

Cette évolution modifiera en même temps les circonstances qui ont pu dans la période d'après-guerre détourner quelque peu l'épargne des investissements industriels. Les exigences financières de l'Etat l'ont conduit pendant et après le conflit à une large politique d'emprunts. Sans doute le développement incessant de l'intervention des pouvoirs publics dans tous les domaines, doit-il être encore à l'origine d'importantes émissions de fonds publics ; mais le volume de ces dernières n'atteindra vraisemblablement pas les chiffres exceptionnellement considérables des emprunts de la Défense Nationale ou de ceux qui étaient provoqués par la nécessité de réparer les destructions de la guerre. Les valeurs d'Etat ne trouveront peut-être plus en outre, avec le retour d'une activité économique normale, dans leur

caractère de sécurité relative, les éléments de succès qui les ont irrégulièrement mais largement favorisées depuis la guerre.

Pour ces nombreuses raisons l'épargne intérieure semble donc devoir satisfaire aux besoins de l'industrie métropolitaine, et pour ne pas condamner dès lors à des placements improductifs et peu rémunérateurs les excédents de notre épargne intérieure il faut revenir à une large politique d'investissements extérieurs.

★ ★

Ce sont dès lors les principes qui avaient dominé avant la guerre qui retrouvent une actualité nouvelle. Mais les méthodes employées autrefois ont été l'objet de trop de critiques, méritées croyons-nous, et ont provoqué suffisamment de déboires pour que l'on s'efforce désormais d'éviter, dans l'orientation des placements et les procédés d'investissement, les erreurs du passé. Les défauts mêmes de la politique traditionnelle indiquent donc clairement les améliorations indispensables. Qu'il nous suffise à cet effet de constater que les placements aux colonies ont été de tous temps par trop négligés en France, sans que l'activité financière extérieure ait bénéficié à l'étranger des garanties et des profits qu'elle était susceptible d'y trouver.

L'utilité d'une expansion financière dans les possessions d'outre-mer est trop évidente pour mériter ici de longs développements, mais il n'est pas superflu d'en

rappeler le double aspect essentiel : les investissements présentent des avantages financiers immédiats puisqu'ils sont à l'origine de revenus importants en même temps qu'ils s'avèrent économiquement très profitables. Le développement de la colonie, auquel ils contribuent, peut en effet assurer un remarquable débouché à l'industrie nationale, et procurer à la métropole les ressources complémentaires dont elle a besoin. Ces perspectives sont d'autant plus certaines que la dépendance politique des possessions d'outre-mer donne à ces relations économiques un caractère de régularité et de sécurité qui fait défaut dans les échanges entre nations étrangères. Cette collaboration, déjà précieuse en temps normal, prend toute sa valeur en période de difficultés, de conflit militaire ou économique.

La France possède justement un vaste domaine colonial, encore susceptible d'un plus grand essor. Sans doute le commerce extérieur de nos possessions s'élève-t-il déjà à 35 milliards de francs, et leurs relations avec la métropole représentaient en 1928, 16 1/2 % de l'activité commerciale nationale.

Mais ces résultats auraient été certainement plus favorables encore si la France avait réalisé à l'égard de son empire l'effort financier conforme à ses possibilités. Et rien ne paraît plus utile pour mesurer la tâche qu'il reste à accomplir dans ce sens que de rappeler l'importance des capitaux que l'Angleterre a su parallèlement consacrer à son domaine colonial. Sans doute, ne semble pas utile un parallèle en chiffres absolus des placements dirigés en France et en Grande-Bretagne vers des posses-

sions qui ne sont comparables ni quant à la superficie ni quant à la population. Il convient d'indiquer simplement l'importance respective de ces catégories d'investissements dans les deux pays.

Si l'on se réfère aux statistiques de l'année 1930 qui révèlent les renseignements les plus favorables quant à ce mode de placements en France, on constate que les colonies ont alors reçu de la métropole 2 milliards 707 millions (1) soit 7,6 % de l'ensemble des investissements extérieurs (2). Les chiffres correspondant en Angleterre (3) sont 100 millions de livres sterling ou 12 milliards de francs, soit 38 % du même total.

Des différences aussi significatives apparaissent dans l'importance respective des fortunes coloniales française et anglaise, si l'on capitalise à l'heure actuelle les émissions de fonds publics et de valeurs privées.

En 1929 les emprunts publics avaient atteint dans les Dominions et les possessions d'outre-mer britanniques, 1 milliard de livres sterling environ soit 125 milliards de francs (4), alors que la valeur des titres de même catégorie ne s'élevait en France qu'à 8 milliards de francs (5).

En autorisant récemment les colonies à contracter de nouveaux emprunts pour une somme globale représen-

(1) Chiffres plus de 14 fois supérieurs au volume des émissions coloniales réalisées en 1913 (185 millions de francs germinal).

(2) V. *Annuaire de la Statistique générale de la France*, bulletin trimestriel, avril-juin 1932.

(3) V. *The Economist*, numéro du 26 décembre 1931.

(4) D'après les évaluations de Sir Robert Kindersley, *op. cit.*

(5) D'après l'*Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 77.

tant 6 milliards de francs environ, le Parlement a sans doute donné une nouvelle impulsion à cette forme d'expansion financière. Mais, même en supposant déjà acquises ces émissions, dont la réalisation doit en réalité s'étendre sur un délai de six années, les prêts britanniques aux collectivités publiques de l'Empire demeurent de très loin supérieurs.

Sans être aussi nettement accusée dans le domaine des émissions privées, cette différence n'en est pas moins considérable. Les capitaux investis par l'Angleterre dans les entreprises des Dominions et des Colonies atteignaient en 1929 le chiffre de 511 millions 800.000 livres sterling, soit 50 milliards de francs ; cette somme représente le double à peu près des émissions correspondantes en France qui s'élevaient parallèlement à 19 milliards 150 millions de francs.

Le marché financier français n'a donc certainement pas réservé la place qu'ils méritent à des investissements particulièrement intéressants au double point de vue de la productivité financière et économique. C'est là pourtant une orientation qui paraît s'imposer à l'épargne française avant même les débouchés nouveaux que l'étranger est susceptible de lui offrir.

Mais pour l'un et l'autre de ces procédés d'expansion financière, il semble indispensable de s'inspirer de principes qui, dans les modes de placements, permettraient de réaliser des investissements à la fois sûrs et productifs. Sans faire allusion dès maintenant à l'influence favorable d'une intervention des pouvoirs publics ou d'orga-

nismes bancaires privés, il faut signaler ici qu'une orientation judicieuse des capitaux est susceptible de répondre à un légitime souci de sécurité alors que le choix des procédés d'investissement est à l'origine de profits plus ou moins importants.

C'est dans une répartition géographique bien comprise des disponibilités que l'épargne nationale doit trouver les garanties qui lui sont nécessaires.

On sait à cet égard combien la politique française est apparue critiquable autrefois. Son orientation presque exclusivement européenne est responsable des pertes considérables éprouvées pendant les hostilités. Certains auteurs (1) ont cru pouvoir trouver l'origine de ces erreurs dans l'action qu'exerçaient avant la guerre sur l'organisation bancaire, des considérations gouvernementales d'ordre politique. Il est de fait que l'orientation des capitaux en Angleterre était parallèlement plus directement influencée par des préoccupations purement économiques et financières, ce qui n'a pas manqué d'attribuer à la fortune extérieure britannique un caractère de très heureuse répartition. Mais le hasard des vicissitudes politiques est tel cependant qu'il paraît bien difficile de poser quant au choix des débouchés extérieurs des directives précises.

Un seul principe demeure à coup sûr susceptible de sauvegarder au maximum l'intégrité des avoirs extérieurs : une extrême division dans la distribution des

(1) M. Herbertfeis, V. *L'Information*, numéro du 1^{er} septembre 1931.

capitaux aboutit inévitablement en effet à une diminution parallèle des risques. Ce caractère demeure à l'heure actuelle encore la qualité essentielle de la politique financière britannique. Malgré un développement intensif depuis la guerre des placements effectués en faveur des dominions et des colonies, la fortune extérieure anglaise a conservé un caractère d'extrême division (1).

Sans doute les pertes dues à la guerre ont-elles donné, par la force des choses, au portefeuille français des valeurs mobilières étrangères un aspect qui n'était plus essentiellement européen. Mais depuis que se sont quelque peu développés les placements extérieurs, les destinations européennes tendent à reprendre leur prééminence d'autrefois. Ce sont en effet les Etats de l'Europe Centrale, notamment la Pologne, la Roumanie et la Tchécoslovaquie, qui sont devenus en ces dernières années les principaux clients du marché des capitaux français, dont l'intérêt aurait été, pourtant, de favoriser aussi les nations jeunes des autres continents.

Une répartition plus large est certainement indispensable à la sécurité politique de nos disponibilités extérieures. Elle aurait par contre moins d'action, semble-t-il, dans le domaine de la sécurité économique, car l'étroite solidarité des peuples donne actuellement aux crises un caractère d'universalité qui enlève à la division

(1) Pour les seules émissions privées, la répartition des placements extérieurs laisse apparaître les proportions suivantes : Amérique Latine : 29,2 % ; Etats-Unis : 12,5 % Europe : 47 % ; Asie et Afrique : 12,8 %. V. Sir Robert Kindersley dans Memorandum de la S. D. N., *op. cit.*

des capitaux l'avantage corrélatif d'une diminution des risques purement économiques.

Aussi faut-il que les aléas inévitables de tout placement extérieur trouvent leur compensation dans le caractère largement productif de l'opération.

Ce dernier paraît dépendre essentiellement du choix des procédés de placement. Aussi la politique française, évitant les errements d'autrefois, doit-elle réaliser à cet égard un double progrès. Pour améliorer la productivité financière et économique de notre fortune extérieure, il convient de diminuer quelque peu l'importance des investissements en fonds d'Etats, et de réserver d'autre part dans le domaine des placements extérieurs privés ainsi accru, une place plus importante, à côté des achats de valeurs mobilières étrangères, à la commandite d'entreprises françaises exerçant leur activité hors de la métropole.

Bénéficiant d'un caractère illusoire de sécurité, les fonds d'Etats avaient avant la guerre, profité d'une vogue considérable et ils représentaient encore en 1914 les 2/3 de nos avoirs extérieurs.

L'épargne nationale paraît leur être beaucoup moins favorable désormais (1), et après les déboires qu'elle a

(1) Les principaux emprunts d'Etats étrangers émis en France depuis la guerre ont été les suivants : 1927, Emprunt de Stab. de la Rép. Polonaise ; 1928, Emp. de Stab. Roy. de Bulgarie. — Emission des Monop. de Roumanie ; 1929, Emp. du Chili, de l'Allemagne (accords de La Haye) Emprunt Young. V. *Annuaire statistique générale*, octobre 1928-septembre 1929, *op. cit.*

éprouvés à leur égard, du fait du conflit mondial, cette évolution ne peut surprendre. Il est souhaitable qu'une tendance aussi favorable persiste, car, financièrement moins rémunérateurs que les valeurs industrielles, les titres de rente ne présentent pas non plus économiquement un caractère essentiellement productif.

Les prêts aux États étrangers conservent néanmoins certains avantages, en considération desquels on ne peut les abandonner complètement. À défaut d'une plus grande productivité, les revenus dont ils sont l'origine offrent une plus grande régularité. Les introductions de fonds publics étrangers sur le marché national sont en outre susceptibles de favoriser le maintien d'une influence politique profitable, ou mieux encore de préparer et précéder des accords commerciaux propices à l'expansion sous toutes ses formes de l'activité économique nationale.

Il serait souhaitable qu'ils pussent déterminer de la sorte, en provoquant dans les pays étrangers les mesures de protection et de faveur nécessaires, un développement des entreprises françaises hors de la métropole. Les disponibilités de l'épargne nationale pourraient être dès lors utilisées, en toute sécurité, en vue de l'extension des sociétés métropolitaines à l'étranger. Ce procédé d'exportation des capitaux ne manque pas d'être particulièrement avantageux, puisqu'il détermine cumulativement une expansion financière et économique. Les entreprises, exerçant ainsi leur activité à l'extérieur sont en effet susceptibles de devenir des clients importants de l'industrie métropolitaine.

Aussi cette méthode a-t-elle connu un grand succès en Allemagne, sans être non plus négligée en Angleterre.

Une tendance favorable semble se dessiner en France dans le même sens depuis la guerre. En 1913, les investissements de capitaux dans les sociétés françaises exploitant à l'étranger, s'élevaient à trois cent quinze millions de francs-or, soit 1.560 millions de francs actuels, et 11 % du total des disponibilités exportées. Ils atteignent en 1930, 928 millions de francs, chiffre sans doute inférieur au précédent, mais représentent 19 % désormais de l'ensemble des placements extérieurs (1). Cette progression est d'autant plus encourageante que parallèlement les sociétés françaises résidant aux colonies ont pris plus d'importance encore. Leurs émissions s'élevaient en 1913 à 118 millions de francs-or, soit 590 millions de francs actuels, et 4 % du total des capitaux exportés ; elles sont passées en 1930 à 1.364 millions de francs et à une proportion de 28 % de l'ensemble des placements extérieurs.

Malgré des résultats aussi décisifs, cette forme d'expansion ne peut prendre toutefois en France une importance considérable. Son développement intensif, en effet, nécessite un ensemble de facteurs économiques et psychologiques qui ont poussé certains peuples à l'émigration et stimulé leur esprit d'entreprise, et qui ne semblent guère réalisables dans notre pays.

Ce sont donc les sociétés étrangères qui demeurent

(1) V. *Annuaire statistique générale*, bulletin trimestriel, avril-juin 1932,

susceptibles d'absorber la majeure partie des disponibilités nationales, destinées à l'exportation.

Encore faudrait-il, pour intéresser suffisamment les épargnants français à la prospérité de ces entreprises, ne pas développer par trop les émissions ou introductions d'obligations au détriment des achats d'actions.

Sous l'influence en effet des déboires financiers de ces dernières années, et avec la persistance de la dépression économique, les valeurs à revenu fixe ont bénéficié à nouveau sur le marché national des faveurs du public.

Leur avantage essentiel est effectivement de mettre l'épargne à l'abri des fluctuations de cours et d'éviter un développement excessif de l'esprit de spéculation. A ce seul titre, elles méritent donc de constituer une part importante de notre portefeuille de valeurs mobilières étrangères.

Mais on ne doit pas oublier que, financièrement moins rémunératrices, elles ne constituent pas, économiquement, un placement plus sûr. Leurs coupons sont payés en réalité, tout comme les dividendes, à l'aide des bénéfices de la société débitrice, et l'obligataire supporte dès lors, très souvent, les aléas de l'entreprise, sans profiter des gains dont elle est l'origine.

Offrant des perspectives de plus-value et associant le capitaliste à la prospérité de l'entreprise qu'il soutient, les émissions ou introductions d'actions devront donc retrouver, avec la renaissance de l'activité et de la sécurité économique, l'ampleur qu'elles avaient connue avant la guerre sur le marché de Paris.

Elles représentaient, en effet, en 1910, 58 % du total

des placements extérieurs privés, 40 % en 1911, 71 % en 1912, et 55 % en 1913. Sous l'influence de la crise, ce mode d'investissement a très sérieusement décliné au cours de ces dernières années. Alors qu'en 1928, les émissions et introductions d'actions étrangères représentaient 60 % de l'ensemble des placements extérieurs, leur proportion est tombée en 1930 à 30 % environ (1).

Mais si l'on veut bien voir là un effet temporaire de la dépression mondiale et des crises boursières actuelles, il demeure certain que le marché de Paris pourra et devra redevenir en des temps meilleurs un grand centre international de valeurs productives.

Il ne paraît pas superflu, cependant, qu'interviennent pour préparer et favoriser cette évolution, les pouvoirs publics ainsi que des organismes bancaires bien préparés à leur rôle. Obéissant aux principes qui permettent de concilier l'intérêt général et les intérêts particuliers, l'Etat comme l'initiative privée paraissent en effet à même d'inspirer à l'épargne nationale une politique financière bien déterminée qui semble lui avoir trop longtemps fait défaut.

(1) V. *Annuaire de statistique générale*, bulletin trimestriel, avril-juin 1932.

CHAPITRE TROISIÈME

Le rôle des pouvoirs publics et de l'initiative privée dans la nouvelle orientation de l'épargne

Pour redonner à la politique d'expansion financière l'ampleur qu'elle mérite, il convient non seulement de faciliter la réalisation des placements extérieurs, mais d'imposer aussi aux exportations de capitaux l'orientation désirable.

Si les pouvoirs publics, disposant de l'autorité législative et fiscale, paraissent tout désignés pour encourager l'émigration des disponibilités, ils doivent au contraire abandonner, semble-t-il, à des établissements financiers privés le rôle de direction nécessaire à la productivité et à la sécurité des placements.

★ ★

Comprenant d'ailleurs parfaitement l'intérêt national d'une reprise des investissements extérieurs, le Parlement s'est efforcé, dès la stabilisation légale, d'en favoriser le développement par une série de mesures réglementaires et fiscales des plus utiles.

Il est ainsi parvenu à assimiler progressivement en fait le régime des valeurs mobilières étrangères à celui des titres français. Mais malgré l'importance de ce progrès, des efforts doivent encore être réalisés, semble-t-il, pour faire correspondre les charges et obligations qui pèsent sur les introductions de valeurs mobilières étrangères en France, non plus seulement à celles que supportent les émissions de titres nationaux, mais aux mesures beaucoup plus favorables, dont bénéficient les exportations de capitaux à l'étranger.

Les mesures réalisées jusqu'alors n'ont en effet consisté qu'à redonner un caractère normal à l'introduction des titres étrangers et à faciliter l'acquisition de ces derniers par des atténuations fiscales qui ne faisaient en somme qu'enlever aux impôts antérieurs un caractère exagérément prohibitif.

Les lois de guerre de 1916 et 1918 avaient créé une situation exceptionnelle dont l'amélioration s'est poursuivie en deux étapes : c'est la loi de 1928 qui, tout en maintenant le régime de l'autorisation ministérielle, a levé la prohibition des exportations de capitaux, et c'est ensuite la loi du 31 juillet 1929 qui a autorisé la cotation officielle des titres de sociétés étrangères non abonnées.

Les effets de cette dernière mesure notamment ne pouvaient qu'être des plus favorables. Car cette disposition tend non seulement à augmenter le nombre des valeurs introduites sur le marché, mais encore à en améliorer la qualité.

Le régime de l'abonnement paraissait en effet plus désavantageux que favorable, non seulement en raison

des formalités tracassières qu'il imposait, mais aussi du fait du préjudice fiscal qui résultait de la fixation d'un contingent de matière imposable par voie d'autorité. Ne se résignaient dès lors à l'adopter, que les sociétés étrangères qui avaient absolument besoin du marché de Paris, soit pour se procurer des disponibilités qu'elles ne trouvaient ailleurs, soit pour bénéficier d'un crédit qu'elles ne possédaient pas encore. Les entreprises de grande notoriété dont les titres bénéficiaient d'un véritable caractère international, pouvaient au contraire, sans crainte de manquer de capitaux, se dispenser des avantages de la cote officielle, ou même se passer de la collaboration financière de l'épargne française et avaient de plus en plus tendance à se désabonner ou à désertier le marché de Paris. Ce dernier perdait donc les valeurs les plus utiles à son activité et à sa prospérité pour ne conserver que les titres qui n'offraient aux capitalistes que des garanties très relatives.

La réforme de 1929 n'a donc fait que corriger les conséquences néfastes d'une législation antérieure imprévoyante (1).

C'est une évolution sensiblement aussi décisive qui s'est réalisée dans le domaine des tarifs. Des mesures ont été prises en effet, non seulement pour atténuer la

(1) Encore faudrait-il cependant qu'une saine interprétation administrative attribue leurs pleins effets aux mesures nouvelles. De nombreux procès sont actuellement en cours, du fait que le fisc s'obstine à ne pas reconnaître le caractère rétroactif à la loi de 1929. V. Compeyrot : « La fiscalité et le développement du marché de Paris », dans *Economie Nouvelle*, avril 1931, p. 202 et suiv.

rigueur des taxes, mais encore pour supprimer certaines superpositions d'impôts. Les lois du 31 juillet 1929 et du 30 avril 1930 ont progressivement réduit les charges fiscales qui pesaient sur les valeurs mobilières étrangères. C'est ainsi que le droit de timbre a été diminué des 3/4 et s'élève maintenant à 0,50, alors que la taxe sur le revenu subissait parallèlement une atténuation d'un tiers environ, et atteint à l'heure actuelle 18 %. Les mêmes droits sur les valeurs françaises sont de 0,25 et 16 %. Si l'on veut bien songer cependant que les titres étrangers ne supportent pas de taxe de transmission, leur régime paraît maintenant sensiblement assimilable à celui des valeurs nationales. Ce progrès est d'autant plus appréciable qu'il a été rapidement réalisé.

Les efforts qui ont été tentés au contraire pour faire disparaître certaines superpositions de taxes, n'ont reçu de consécration définitive que tout récemment et demeurent peut-être insuffisants.

Le cas qui jusqu'ici a fait l'objet d'interventions, intéresse l'activité des sociétés financières de placement. Ces établissements, et notamment les entreprises de prêts hypothécaires, voyaient en effet leurs opérations extérieures sérieusement compromises par l'addition abusive des taxes françaises aux impôts étrangers. Des droits étaient perçus sur les bénéfices des succursales à l'étranger puis ensuite sur les profits réalisés par le siège social ; les dividendes distribués enfin aux actionnaires supportaient eux-mêmes la taxe sur le revenu des valeurs mobilières. Cet état de choses était d'autant plus regrettable qu'une loi du 16 avril 1930 était intervenue pour

supprimer ces superpositions sans que ses effets aient été étendus aux prêts consentis par les sociétés de placements hors de la métropole. La loi du 16 février 1932, est venue combler fort heureusement maintenant cette lacune.

Mais si la situation très particulière de ces établissements de crédit méritait une telle amélioration, une superposition, beaucoup plus générale et plus néfaste encore, subsiste des impôts français sur les valeurs mobilières étrangères aux taxes déjà perçues sur les mêmes titres dans leur pays d'origine.

Il conviendrait dès lors d'atténuer encore la rigueur de la législation afin que les opérations financières d'émission et d'introduction de valeurs ne soient pas plus onéreuses sur le marché de Paris que sur les autres grandes places.

Lorsqu'en effet les titres étrangers arrivent en France, ils ont déjà été l'objet d'impôts perçus suivant des modalités diverses (1).

A ces charges primitives, s'ajoutent alors la taxation sur le revenu et l'impôt du timbre du régime fiscal français. Une valeur ne peut plus désormais avoir le même rendement selon qu'elle a été acquise en France ou à l'étranger. Si cette circonstance n'exerce pas d'influence sensible sur l'arbitrage des cours d'actions entre les différentes places du fait de l'importance relative

(1) Les valeurs mobilières supportent aux Etats-Unis une taxe calculée sur le rendement de l'exploitation. En Hollande, l'impôt se confond avec l'imposition générale sur le revenu, et il est en Angleterre proportionnel au bénéfice social. V. Compeyrot, *op. cit.*

vement minime de ces titres dans le portefeuille français de valeurs étrangères, elle provoque au contraire des répercussions certaines dans le domaine des obligations. Les frais correspondant aux superpositions d'impôts sont dès lors supportés soit par l'emprunteur, généralement à l'émission, soit par le porteur dans le cas de simple introduction. Dans ces conditions, les sociétés étrangères tendent à éviter le marché de Paris parce que l'opération d'emprunt y est plus onéreuse, ou bien les porteurs français ne sont plus attirés vers des titres qui ne leur procurent qu'un intérêt minime.

Malgré les dégrèvements réalisés en 1929 et 1930, la différence d'intérêt demeure très sensible dans l'un et l'autre cas. C'est ainsi qu'une société émettant sur diverses places un emprunt de cent millions de francs au taux de 6 % et prenant à sa charge le droit de timbre et l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, est susceptible de donner aux épargnants un titre qui rapporte effectivement : en Hollande, 5,90 %, en Suisse, 5,70 %, aux Etats-Unis, 5,71 %, en Belgique, 5,55 %, en Allemagne, 5,21 %, et en France, 4,80 % seulement (1).

Avant les dégrèvements opérés en 1930, le même titre n'aurait rapporté que 4,30 %.

Ces inégalités ne peuvent qu'être très préjudiciables à l'activité du marché financier national. Il ne faudrait donc pas, pour les supprimer, hésiter à différencier le régime fiscal des valeurs françaises et des valeurs mobi-

(1) V. Paris, marché financier international, *Revue d'Economie Politique*, avril 1931

lières étrangères en faveur de ces dernières. La Belgique a procédé à une telle réforme puisque les titres nationaux supportent des droits de 16,5 % et de 22 % alors que les valeurs étrangères ne sont l'objet que d'une seule taxe de 6 % (1).

De semblables atténuations se heurteraient à l'heure actuelle à des difficultés budgétaires qui écartent pour longtemps encore la possibilité de ces réformes.

Mais si l'on doit réserver pour des temps meilleurs des mesures fiscales si utiles, il demeure possible de préparer plus immédiatement l'extension des placements à l'étranger, en procurant à l'épargne, par l'intermédiaire d'organismes spécialisés, les directives et les garanties dont elle a besoin dans ce genre d'investissements.

♦♦

Malgré les moyens de contrôle dont ils sont actuellement dotés, les pouvoirs publics ne paraissent pas à même en effet d'assurer ce rôle de direction économique et financière. Ce sont au contraire des établissements de crédit privé, bien préparés à leur tâche, qui doivent servir de guide aux capitalistes hésitant sur le choix de leurs placements.

La loi de 1928, en maintenant en matière d'émission et d'introduction de valeurs étrangères le système de

(1) V. Moreau Neret : Le marché financier dans « Les problèmes actuels du crédit », conférences faites à l'Ecole des Sciences Politiques en 1930, p. 157.

l'autorisation ministérielle (1) inauguré pendant la guerre, a conservé au Gouvernement un pouvoir de contrôle sur l'orientation des placements extérieurs, mais il est souhaitable que les pouvoirs publics n'exercent cette prérogative que dans le seul but de ménager les intérêts politiques et financiers du moment sans tenter de s'ingérer dans l'orientation économique de l'épargne. Ce développement de leur compétence tendrait, croyons-nous, à retarder et ralentir l'introduction de titres étrangers, sans offrir parallèlement des garanties suffisantes à l'épargne.

La lenteur de la procédure administrative ne peut qu'être préjudiciable à l'activité et à la rapidité des transactions financières d'un grand centre international de distribution des capitaux, alors que les fonctionnaires de l'administration centrale ne peuvent se trouver à même d'autre part, manquant des documents et des renseignements nécessaires, d'apprécier la valeur d'un emprunt et le crédit d'une entreprise.

Ce rôle d'information et de direction paraît plus directement ressortir du domaine de l'initiative privée.

Entretenant des relations constantes entre emprunteurs et capitalistes, les établissements bancaires sont tout désignés pour concilier les intérêts en présence. Si l'Etat doit dès lors utilement intervenir dans ce domaine, c'est

(1) Le régime a d'ailleurs été perfectionné à cette date et comporte maintenant l'intervention de deux commissions, l'une siégeant aux Affaires Etrangères, l'autre aux Finances, et chargées de donner leur avis. V. *Europe Nouvelle*, *op. cit.*, p. 87.

bien plutôt pour favoriser l'essor de ces organismes privés et leur faciliter leur tâche.

Il est nécessaire notamment non seulement d'engager les banques à multiplier les émissions ou introductions de valeurs étrangères, mais surtout d'encourager la formation et le développement de sociétés de placement spécialisées qui ont dans d'autres pays si brillamment réussi.

Nos grands établissements de crédit, dont l'influence sur les capitalistes nationaux est certaine, ne devront plus hésiter, lorsque l'amélioration économique générale le permettra, à orienter de nouveau les disponibilités de l'épargne vers les débouchés extérieurs comme ils le faisaient avant la guerre.

Mais il leur faudrait toutefois, pour donner à leur politique financière la valeur et les garanties suffisantes, s'entourer d'organes d'information et d'étude économique à l'étranger, nécessaires à une judicieuse orientation des capitaux.

Leur activité extérieure ne doit pas non plus être limitée par des charges fiscales trop onéreuses. La loi du 16 février 1932 contient à cet égard des améliorations intéressantes. Ces dernières visent la circulation en France des certificats de valeurs étrangères. Nombre de titres, de caractère international, ne sont en effet représentés en France que sous cette forme. Or, l'introduction de ces certificats n'avait été jusqu'à maintenant que le privilège pour ainsi dire exclusif des succursales en France de banques étrangères, pour cette raison que celles-ci étaient exemptées du droit de timbre de dimen-

sion de 7,20 % au minimum, qui, de caractère territorial, atteignait au contraire les opérations du même genre effectuées par les établissements français (1). Ce régime spécial aboutissait à diminuer les introductions de valeurs étrangères en même temps qu'il privait les banques nationales de profits assez considérables. Aussi doit-on reconnaître l'opportunité de la loi récemment votée par le Parlement, puisqu'elle tend à supprimer désormais cette rigueur fiscale inutile. Peut-être permettra-t-elle ainsi de diriger à nouveau les banques françaises vers une politique de placements à long terme à l'étranger.

Mais bien que l'action des grands établissements de crédit ne puisse manquer d'être très utile dans cette voie nouvelle, elle doit être complétée par l'intervention d'organismes plus spécialisés, et par conséquent mieux préparés à ce rôle de direction de l'épargne.

Les sociétés de placements n'ont malheureusement pas toujours bénéficié en France d'une très grande popularité, et cette défaveur résulte certainement d'une confusion regrettable avec les sociétés ou holdings de contrôle.

L'activité de ces dernières, de caractère surtout économique, tend en réalité à diriger l'industrie des entreprises dont elles possèdent les titres, plutôt qu'à orienter et protéger les capitaux qui lui sont confiés. Etroitement liées à la destinée des affaires qu'elles soutiennent, elles ne sont pas susceptibles dès lors, d'offrir de sérieuses

(1) V. *L'Information*, numéro du 28 novembre 1931.

garanties financières, et par suite d'inspirer confiance.

Les holdings de placements, tels qu'ils ont fonctionné dans certains pays étrangers, se présentent au contraire sous un aspect tout différent. Leur intervention dans le domaine économique est beaucoup plus restreinte et leur rôle, d'ordre essentiellement financier, consiste à diriger et protéger l'épargne en recherchant des placements à la fois sûrs et productifs.

Aussi leur essor a-t-il été remarquable à l'étranger. Le nombre des investment trusts, s'élève en Angleterre à 150 environ, et leur gestion représente un portefeuille total de 30 milliards de francs, procurant un revenu annuel de 15 % du capital actions. Pour avoir été plus récent aux Etats-Unis, le développement des sociétés de placements n'en a pas moins été surprenant puisque leur nombre s'élève actuellement à plus de 400. L'activité de ces derniers établissements n'a pas paru toutefois particulièrement heureuse. Poursuivant une politique de gains rapides et de spéculation intensive, ils se sont en effet quelque peu écartés de leur rôle originaire, provoquant ainsi au cours des récentes crises financières de sérieux déboires pour les capitalistes qui leur avaient fait confiance. Aussi doit-on s'inspirer plutôt, choisissant un exemple profitable, de l'organisation et de la politique qui sont à l'origine de la réussite des investment trusts britanniques.

Ces derniers ont su en effet, grâce aux règles qui président à leur fonctionnement et aux méthodes qu'ils ont imposées à leur activité, diriger les capitaux qui leur étaient confiés au mieux des intérêts particuliers et géné-

raux, apparaissant ainsi partiellement à l'origine de l'ampleur et de la judicieuse orientation des placements extérieurs en Angleterre.

Les principes d'organisation, que ces sociétés de placement ont, en dehors de toute législation (1) spontanément adoptés, tendent à assurer aux investissements réalisés le maximum de sécurité. Ils se résument dès lors dans l'absence de caractère spéculatif, ainsi que dans des règles sévères de publicité. Les investment trusts s'interdisent en effet d'acquérir des titres de sociétés nouvelles et de spéculer sur les placements de titres en participant à des syndicats de garantie ou de placements. Les plus-values provenant de la vente des titres ne sont en outre jamais distribuées mais au contraire capitalisées pour devenir à leur tour productives de revenus.

Ces prescriptions sont complétées par des mesures qui permettent aux capitalistes de contrôler la gestion de leurs avoirs : publicité de la composition du portefeuille et de son estimation, ainsi que contrôle rigoureux et officiel par des commissaires spécialisés.

Les disciplines que se sont imposées les sociétés de placements dans leur politique assurent également à leurs opérations une sécurité suffisante, en même temps

(1) Une seule loi est intervenue en cette matière en 1868, mais elle est d'importance tout à fait secondaire, et tend à réglementer les émissions par ces sociétés de fonds d'Etats étrangers et coloniaux. V. Decugis : « Les sociétés de placement » dans l'*Economie Nouvelle*, avril 1931, p. 194 et suiv.

que l'esprit d'entreprise qui les anime est à l'origine de profits considérables.

Les garanties nécessaires résultent essentiellement de la mise en œuvre du principe de la division des risques. Au point de vue géographique cette méthode se traduit par la distribution des capitaux dans de nombreux pays ; elle conduit ces sociétés au point de vue économique à répartir leurs placements dans des industries différentes, et au point de vue individuel à morceler les achats de valeurs mobilières et à choisir des titres parfaitement négociables. Bien qu'assez restrictives ces prescriptions n'empêchent pas toutefois les investment trusts d'orienter leurs capitaux vers des débouchés rémunérateurs et productifs. Rien ne le prouve plus éloquemment semble-t-il, que le tableau suivant, retraçant les placements effectués en 1929 par l' « Industrial and General Trust », une des plus grandes et des plus anciennes entreprises britanniques du genre (1).

I. Par type ou nature de valeurs :	
Obligations et rentes.....	37 %
Actions de préférence.....	18,93 %
Actions ordinaires.....	44,06 %

II. Répartition géographique :	
Angleterre	37,74 %
Amérique du Sud (sauf Argentine).....	14,77 %
Dominions et Colonies Anglaises.....	14,70 %
République Argentine.....	11,67 %
Etats-Unis	8,67 %
Europe (sauf Angleterre).....	4,82 %
Asie, Afrique (sauf Dominions).....	4,64 %

(1) V. Varangot, thèse : *Les sociétés de placement et le marché financier français*, p. 113.

III. Répartition par genre d'affaires :

Industrie	51,61 %
Chemins de fer américains ou étrangers.....	17,82 %
Banques, sociétés financières.....	10,89 %
Fonds d'Etat et emprunts des villes.....	9,04 %
Chemins de fer français, ou coloniaux.....	4,94 %
Tramways et omnibus.....	3,18 %
Fonciers et banques hypothécaires.....	1,75 %
Valeurs de navigation.....	0,78 %

Diversification des placements réalisés par l' « Industrial and General Trust » en 1929.

On voit la place prééminente réservée à l'industrie dans cette répartition des capitaux. Ces renseignements traduisent en outre le souci d'une judicieuse répartition géographique, caractéristique et qualité essentielle de l'expansion financière britannique. Cette politique conviendrait parfaitement aux besoins actuels de la France et à l'esprit de l'épargne nationale. Des entreprises de ce type pourraient en effet soit aider les banques d'affaires à stimuler l'activité de l'industrie métropolitaine, soit surtout à se spécialiser dans l'orientation des capitaux à l'étranger, tout en conservant à leurs opérations un caractère de sécurité indispensable.

Les pouvoirs publics paraissent l'avoir parfaitement compris puisque le Parlement, après avoir voté un texte qui a pour but d'encourager l'activité financière extérieure des sociétés de placement, est actuellement saisi d'un projet tendant à réglementer leur activité.

Nous avons eu l'occasion plus haut d'apprécier l'opportunité de la nouvelle législation en faveur des sociétés de crédit qui ont des succursales à l'étranger. Ces mesures

ont été complétées par une réglementation beaucoup plus détaillée, mais dont malheureusement le vote par la Chambre des Députés n'est pas encore acquis (1). S'inspirant fortement des exemples étrangers, ce projet prévoit les dispositions essentielles adoptées par les investment trusts britanniques. En effet d'après les prescriptions arrêtées dans le texte du Ministère des Finances l'activité des sociétés dites de Placement doit être circonscrite à la seule gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et ne peut s'étendre à aucune opération d'ordre économique ou financier. Est rendu obligatoire en outre le principe de la division des placements (2), en même temps qu'est prévue une publicité intégrale du bilan par la voie du bulletin des annonces légales.

Ces mesures apparaissent dans l'ensemble satisfaisantes. Il est regrettable toutefois que ne soit pas interdite, conformément au principe anglais, la distribution, sous forme de dividendes, des plus-values réalisées sur le titre. De plus l'obligation d'un versement de 100 millions de francs au moins, à l'origine de la société, ne manque pas d'être dangereuse ; elle contraint en effet le conseil d'administration de l'établissement financier à réaliser, dans un bref délai, l'emploi d'une masse considérable de capitaux et par conséquent à enlever aux placements ainsi effectués le caractère d'une opération judicieuse et mûrement réfléchie.

(1) V. Decugis, *op. cit.*

(2) Les sociétés de placement ne doivent pas posséder plus de 5 % des titres d'une même société, non plus qu'un nombre d'actions correspondant à 1/20 du droit de vote. V. Decugis, *op. cit.*

Enfin et surtout il eût paru préférable que cette réglementation, au lieu de résulter d'une intervention des pouvoirs publics, ait été adoptée comme en Angleterre par les sociétés elles-mêmes sous la forme officieuse de simples dispositions statutaires. L'existence d'une loi en cette matière doit conduire en effet l'Etat à contrôler la gestion privée de ces établissements et s'ingérer par suite dans la politique des placements. Or on se souvient que l'un des reproches essentiels adressés aux organismes bancaires avant la guerre visait justement l'influence trop grande qu'exerçaient sur leur activité les préoccupations d'ordre gouvernemental. Il est à craindre qu'il en soit désormais ainsi avec la réforme envisagée.

On peut d'autant plus redouter cette perspective qu'agissant en toute liberté, les établissements bancaires français ont toujours fait preuve de prudence et de sagacité. On s'est plu en effet à faire valoir en ces dernières années la remarquable contenance des grands établissements de crédit nationaux en présence d'événements extérieurs particulièrement graves. Nos banques sont certainement redevables de ces qualités de résistance au maintien de principes traditionnels dont l'expérience a consacré la valeur, et dont l'application par des établissements spécialisés dans le domaine des prêts à long terme, ne pourrait donner également que les plus heureux résultats.

Mais encore faudrait-il, à cette fin, que les capitalistes français participent spontanément à une telle politique, en obéissant aux directives qui leur seraient suggérées, et en confiant, après s'être débarrassés d'un sentiment per-

sistant d'insécurité, leurs avoirs aux organismes aptes à les bien employer.

Peut-on croire qu'il en sera ainsi prochainement ? La réponse que l'on peut formuler à cette question nous paraît être favorable. Mais ressortissant du domaine des prévisions économiques, elle ne peut faire l'objet que de notre conclusion.

CONCLUSION

Le sentiment de prudence légitime, responsable des caractères actuels de la politique française des capitaux, paraît intimement lié aux multiples éléments d'insécurité qui ont marqué la liquidation de la guerre et qui n'ont fait que s'aggraver au cours de la crise présente. S'il semble dès lors devoir se prolonger jusqu'à une amélioration définitive de la situation économique générale, il disparaîtra inévitablement avec le retour d'une prospérité certaine et durable.

La confiance, croyons-nous, ne peut renaître avant la disparition des nombreux facteurs de trouble qui subsistent encore et qui sont l'origine directe et essentielle d'une méfiance générale.

Ce sont en effet des méthodes financières et économiques imprudentes, des manifestations politiques menaçantes, qui entretiennent dans le monde une tendance regrettable à l'expectative et à une prudence exagérée. Aussi, a-t-il été dans notre esprit de dégager, dans cette étude, les répercussions fâcheuses qu'a déterminées le

développement en France de l'esprit de thésaurisation, mais non point de contester la légitimité et la nécessité d'une telle attitude.

Ce souci de sécurité apparaît en effet comme une réaction de défense normale et justifiée à la gravité des événements extérieurs.

Ces tendances inévitables contrastent singulièrement avec les efforts que certains gouvernements, inspirés par le sentiment d'une intime solidarité, tentent pour réaliser, dans une collaboration internationale, une conciliation d'intérêts, que spontanément et instinctivement les peuples retardent par leur action personnelle de défense et leur esprit de particularisme national.

La confiance que l'on souhaiterait dès lors voir renaître chez l'épargnant ne peut résulter de sa seule bonne volonté. Elle doit lui être inspirée avant tout par l'amélioration des politiques économiques et l'atténuation des manifestations d'hostilité dans les pays qui sollicitent sa collaboration.

Ces progrès réalisés à l'extérieur, nous demeurons persuadé que le capitaliste français saurait de nouveau accorder sa confiance à des débiteurs éventuels, car si la prudence qui l'anime est traditionnelle, il ne s'est jamais par contre abandonné à une méfiance obstinée et irréductible. Les exemples d'autrefois prouvent suffisamment qu'il a trop souvent sacrifié même aux élans de ses sympathies les éléments de sa sécurité personnelle.

On peut donc espérer que la France retrouvera en des temps meilleurs la puissance capitaliste que lui avaient

value avant la guerre les remarquables qualités d'épargne de sa population.

Ce retour aux destinées traditionnelles ne doit pas être considéré comme une régression, après la prospérité soudaine mais factice dont le pays a bénéficié quelque temps en ces dernières années.

Certes, sa vitalité neût été que rajeunie par le maintien de cette expansion économique nouvelle.

Mais, pour être de forme plus ancienne, la puissance dont la France sera redevable à la renaissance de l'expansion financière n'en sera pas moins solide et durable.

La France continuera, en outre à bénéficier ainsi du remarquable prestige d'équilibre que lui assurent depuis si longtemps déjà l'harmonie de ses ressources intérieures, le rayonnement de ses richesses, ainsi que sa maîtrise coloniale.

VU : *Le Doyen,* VU : *Le Président de la Thèse,*
H. BERTHÉLEMY. ALBERT AFTALION.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
CHARLÉTY

BIBLIOGRAPHIE (1)

I. — Documentation internationale

A) OUVRAGES

AFTALION (Albert). — *L'or et sa distribution mondiale*.

— Paris, Librairie Dalloz, 1932.

BELLET (Daniel). — *Comment payer les frais de la guerre*,

in-12. Paris, Librairie du Recueil Sirey, 1925.

LIOMME (Jean). — *Les capitaux étrangers et leur rôle*

économique. Toulouse, Imprimerie régionale,

1930.

Mémemorandum sur la Balance des Paiements et le Com-

merce international. S. D. N., 1927-1929, volu-

me II : Balance des paiements, Genève, 1931.

NEYMARK (Alfred). — *Rapport général sur la statistique*

internationale des valeurs mobilières ; sessions

de la Haye, 1908 et 1911, in-4°. La Haye société

anonyme « Druckerij Trio », 1911.

B) PÉRIODIQUES ET REVUES

Bulletin Quotidien :

1931. Mouvements internationaux de capitaux, 13

juin.

(1) Les documents indiqués dans cette bibliographie ont été recueillis à la Bibliothèque de la Chambre de Commerce de Paris.

Information économique et financière :

- 1930 Georges POTUT : Les placements extérieurs et la B.R.I., 15 février.
- Albert AFTALION : La politique des placements en Allemagne, en Angleterre et en France.
- 1931 Albert AFTALION : Les mouvements internationaux de capitaux, 30 juillet.
- Gaëf FAIN : Les mouvements internationaux de capitaux, 29 juillet.
- GERVILLE-RÉACHE : Les conversations franco-britanniques.
- Robert PELLETIER : Quand l'Europe était banquier du monde, 1^{er} septembre.

L'Observation économique :

- 1930 Le problème international de l'épargne, n° de décembre.

Le Temps financier :

- 1931 Frédéric JENNY : A propos des mouvements d'or.

II. — Documentation relative à l'Angleterre

A) OUVRAGES

- ARON (André). — *La crise économique en Angleterre*, in-12, Paris, Plon-Nourrit, s. d.
- BERTIN (Georges E.). — *L'effort britannique de 1914 à 1918*, in-8, Paris, Association France-Grande-Bretagne, s. d.

- GAUSSEL (Georges). — *La réforme monétaire anglaise*, thèse Paris, 1928.
- KINDERSLEY (sir Robert). — *Enquête sur les placements extérieurs en Angleterre*, publiée par le mémorandum sur la balance des paiements et le commerce international, 1927-1929, S.D.N., volume II : *Balance des paiements*, Genève, 1931.
- LACHAPPELLE (Georges). — *Les finances britanniques*, in-8, Paris, librairie du Recueil Sirey, 1920.
- D'ORLÉANS (Charles). — *Les banques de dépôt en Angleterre*, thèse Paris, 1927.
- SIEGFRIED (André). — *L'Angleterre d'aujourd'hui, son évolution économique et financière*, in-12, Paris, G. Crès et Cie, 10^e édition, 1924.
- *La crise britannique au xx^e siècle*, Paris, collection Armand Collin, 2^e édition, 1931.

B) PÉRIODIQUES ET REVUES

The Board of trade Journal :

1925 La balance des paiements de 1907 à 1924.

Bulletin Quotidien :

1931 Rapport de M. Mac Kenna à l'assemblée générale ordinaire de la Midland Bank Ltd, supplément du 19 février.

The Economist :

1920-1932 Relevés annuels des mouvements de capitaux.

L'Information économique et financière :

- 1930 D'après TENNANT : Le rôle de la place financière
de Londres dans l'économie britannique,
6 février.
1931 Louis BAUDIN : L'économie britannique, 3 mars.

III. -- Documentation relative à l'Allemagne

A) OUVRAGES

- DELAMOTTE (Gabriel). — *Le marché financier allemand*,
dans *Les Grands Marchés financiers*, conférences
faites à l'Ecole des Sciences Politiques, in-12,
Paris, Félix Alcan, 1912.
RAPPORTS DU COMITÉ CONSULTATIF SPÉCIAL DU PLAN YOUNG,
publiés dans *l'Information*, 25 décembre 1931,
et dans le *Bulletin des sociétés de banque suisse*,
février 1932.
RIST (Charles). — *Les finances de guerre de l'Allemagne*,
in-8, Paris, Payot, 1921.
WULFSOHN (L.) et WERNLE (G.). — *L'évasion des capi-*
taux allemands, in-12, Paris, Société anonyme
d'édition, 1923.

B) PERIODIQUES ET REVUES

Le Bulletin Quotidien :

- 1931 Le marché des capitaux allemands en 1930,
supplément du 30 janvier.
— Position de l'Allemagne sur le marché inter-
national des capitaux.

- Investissement des capitaux dans l'équipement économique de l'Allemagne, supplément du 16 octobre.

La Documentation catholique :

- 1928 MARTY : Les finances de l'Allemagne d'après-guerre, 7 avril.

Le Capital (rouge) :

- 1931 Albert AFTALION : L'exemple allemand, 30 juillet.

L'Echo de l'Industrie :

- 1931 DE LEENER : L'abus des capitaux étrangers dans la grande crise de l'Allemagne, 25 juillet.

L'Européen :

- 1931 GIGNOUX : La crise allemande est d'origine beaucoup plus politique qu'économique, 26 janvier.

Les Forces économiques du Monde (Dresdner Bank), édition de 1927.

L'Information Economique et Financière :

- 1931 LAMOUREUX : Les finances allemandes et le problème des réparations, 29 janvier.

- Albert DESPAUX : Prospérité du commerce extérieur de l'Allemagne.

Le Temps économique et financier :

- 1931 Evaluation de la balance des paiements du Reich, 24 août.

Wirtschaft und statistik :

- 1924-1930 Relevés annuels des émissions de valeurs mobilières.

Vierteljahrshefte für Konjunkturforschung :

1924-1932 Marché monétaire et marché financier.

IV. — Documentation relative à la France

A) OUVRAGES

ANNUAIRE DE LA STATISTIQUE GÉNÉRALE DE LA FRANCE :

1919-1932 Les Emissions de valeurs mobilières.

AUPETIT (Albert). — *Le marché financier de Paris*, dans
Les grands marchés financiers, conférences faites
à l'Ecole des Sciences Politiques, in-12,
Paris, librairie Félix Alcan, 1912.

MOREAU-NERET (Olivier). — *Le marché financier*, dans
Les problèmes actuels du crédit, conférences
faites à l'Ecole des Sciences Politiques, in-12,
Paris, librairie Félix Alcan, 1912.

PETIT (Lucien). — *Histoire des finances extérieures de la
France pendant la guerre 1914-1919*, in-8,
Paris, Payot, 1929.

RESTANY (Paul). — *Le problème des capitaux dans les
colonies françaises*, thèse Paris, 1924.

VARANGOT (Joseph). — *Les sociétés de placements et le
marché financier français*, thèse Paris, 1930.

VELAY (Jean). — *Le marché monétaire*, dans *Les pro-
blèmes actuels du crédit*, conférences faites à
l'Ecole des Sciences Politiques, in-12, librairie
Félix Alcan, Paris, 1930.

B) PERIODIQUES ET REVUES

L'Action industrielle et commerciale :

- 1931 L'inaction des capitaux et la crise actuelle,
30 août.

Bulletin Quotidien :

- 1929 Le crédit par acceptation.

L'Economie nouvelle :

- 1931 J. COMPEYROT : La fiscalité et le développement
du marché de Paris, avril.
— DÉCUGIS : Les sociétés de placement, avril.
— J. COMPEYROT : Les placements en valeurs étran-
gères, juin.

L'Europe nouvelle :

- 1930 La réorganisation du marché de Paris, n° du
11 janvier.

L'Information économique et financière :

- 1929 MARONI : Les valeurs étrangères et le marché
de Paris, 24 février.
— ALBERT AFTALION : Le jeu du Gold Bullion stan-
dard en France, 7 septembre.
1930 GEORGES POTUT : Sur le rapport de la Banque
de France, 1^{er} janvier.
— KELLERSON : Une politique des avoirs étran-
gers, 6 février.
— ALBERT AFTALION : Or et devises, ou valeurs mobi-
lières étrangères, 6 août.
— ALBERT AFTALION : Placements intérieurs et exté-
rieurs, octobre.

- 1931 Albert AFTALION : Mémoire sur les causes
et les effets des mouvements d'or en France,
13 et 14 janvier.
- Léon CHAVENON : Les valeurs étrangères et le
marché français, février.
- Léon CHAVENON : L'épargne dirigée, 6 juin.
- BARÉTY : La Chambre a voté le projet de loi
sur le régime fiscal des valeurs mobilières et
des sociétés, 28 novembre.
- Pierre DELONCLE : Les emprunts coloniaux de-
vant le Sénat.
- 1932 A. L. : La liquidité du système bancaire fran-
çais, 6 février.

Revue d'économie politique :

- 1924-1931 Pierre MEYNIALS : La balance des comptes,
dans « La France économique ».
-

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	7
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Les exemples étrangers

TITRE PREMIER

L'EXPANSION FINANCIÈRE BRITANNIQUE

CHAPITRE PREMIER. — LE RÔLE INTERNATIONAL DU MARCHÉ FINANCIER BRITANNIQUE AVANT LA GUERRE	15
---	----

CHAPITRE II. — L'ÉPARGNE BRITANNIQUE ET LA GUERRE	28
--	----

CHAPITRE III. — L'ÉVOLUTION ACTUELLE DE LA POLITIQUE D'EXPANSION FINANCIÈRE	33
--	----

Section I. — 1919-1920 : <i>La renaissance de l'activité industrielle</i>	35
---	----

Section II. — 1921-1924 : <i>Période de dépres- sion économique et reprise de l'expansion financière</i>	38
--	----

Section III. — <i>Les événements monétaires de 1925 et leurs répercussions sur la politique des placements extérieurs</i>	46
---	----

Section IV. — 1925-1928 : <i>L'activité des émissions intérieures s'oppose au développement de l'expansion financière</i>	52
Section V. — 1929-1931 : <i>L'influence des difficultés économiques présentes sur la politique des placements extérieurs</i>	57
CHAPITRE IV. — IMPORTANCE ACTUELLE DE LA FORTUNE EXTÉRIEURE BRITANNIQUE	66
CHAPITRE V. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE BRITANNIQUE A L'ÉPREUVE DES FAITS	72

TITRE SECOND

LES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS EN ALLEMAGNE

CHAPITRE PREMIER. — LES PLACEMENTS A LONG TERME EN ALLEMAGNE AVANT LA GUERRE	78
CHAPITRE II. — LE RÔLE DE L'ÉPARGNE DANS LA CONDUITE DE LA GUERRE	90
CHAPITRE III. — L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE ALLEMANDE DEPUIS LE CONFLIT MONDIAL	96
Section I. — 1919-1923 : <i>La période de dépréciation monétaire et l'évasion des capitaux allemands</i>	97
Section II. — 1924-1929 : <i>Les investissements industriels et l'endettement progressif de l'Allemagne</i>	104
Section III. — 1929-1931 : <i>Influence de la</i>	

<i>crise sur l'orientation des capitaux en Allemagne</i>	111
CHAPITRE IV. — APPRÉCIATION DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE ALLEMANDE CONTEMPORAINE	116

DEUXIÈME PARTIE

La politique française

TITRE PREMIER

L'ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE DES PLACEMENTS À LONG TERME EN FRANCE

CHAPITRE PREMIER. — L'EXPANSION FINANCIÈRE AVANT LA GUERRE	121
--	-----

CHAPITRE II. — EFFORT CONSIDÉRABLE MAIS TARDIF DE L'ÉPARGNE FRANÇAISE PENDANT LA GUERRE	132
---	-----

CHAPITRE III. — LES TRANSFORMATIONS PROFONDES DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE DEPUIS LA GUERRE	140
---	-----

Section I. — 1919-1926 : <i>Influence des nécessités de restauration économique et des événements monétaires sur l'orientation des capitaux</i>	141
---	-----

Section II. — 1926-1929 : <i>Période de stabilité monétaire mais persistance du caractère national du marché des émissions en France</i>	146
--	-----

Section III. — 1930-1931 : <i>La crise et le marché des placements à long terme en France</i>	152
---	-----

TITRE SECOND

LES RESULTATS ET LES PERSPECTIVES
DE LA POLITIQUE DES CAPITAUX A LONG TERME
EN FRANCE

CHAPITRE PREMIER. — LES CONSÉQUENCES DE L'ORIENTATION ESSENTIELLEMENT NATIONALE DES CAPITAUX	160
CHAPITRE II. — LES DÉBOUCHÉS PRODUCTIFS QUI S'OFFRENT A L'ÉPARGNE FRANÇAISE	174
CHAPITRE III. — LE RÔLE DES POUVOIRS PUBLICS ET DE L'INITIATIVE PRIVÉE DANS LA NOUVELLE ORIENTATION DE L'ÉPARGNE	191
CONCLUSION	209
BIBLIOGRAPHIE	213
TABLE DES MATIÈRES	221

